

VILLA D'ESTE S.P.A.

**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI
MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE**

(Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato)

**FUSIONE PER
INCORPORAZIONE DI
FINANZIARIA LAGO S.P.A.
IN
VILLA D'ESTE S.P.A.**

Il presente Documento Informativo è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Villa D'Este S.p.A. in Cernobbio, Via Regina n. 40 e sul sito internet di Villa D'Este S.p.A. (www.villadeste.it, sezione "Investor Relations").

Data di pubblicazione – 4 giugno 2015

PREMESSA	3
1. AVVERTENZE	4
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate	4
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALLA FUSIONE	5
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni della fusione 5	
2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione	7
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza della Fusione per Villa D'Este	8
2.4 Modalità di determinazione del Rapporto di Concambio e valutazioni circa la sua congruità	8
2.4.1 I valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio	8
2.4.2 Descrizione dei criteri di valutazione utilizzati. Premesse metodologiche. 10	
2.4.3 La valutazione delle componenti della Somma delle Parti	11
2.4.4 I risultati della valutazione e la stima di W	19
2.4.5 La valutazione di Finanziaria Lago	24
2.4.6 Conclusione: il Rapporto di Cambio	27
2.4.7 Le Considerazioni Conclusive dell'Esperto Comune	28
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione	28
2.6 Incidenza dell'operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Villa d'Este e/o di società da quest'ultima controllate	32
2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Villa d'Este coinvolti nella Fusione	32
2.8 Descrizione della procedura di approvazione del Progetto di Fusione	32
2.9 Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni	33
ALLEGATI	34

PREMESSA

Il presente Documento Informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da Villa D’Este S.p.A. (“**Villa D’Este**” o l’“**Incorporante**”) ai sensi e per gli effetti dell’articolo 5 del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato (il “**Regolamento Parti Correlate**”) al fine di fornire al pubblico le informazioni richieste ai sensi dell’Allegato 4 del Regolamento Parti Correlate in merito alla fusione per incorporazione della sua controllante Finanziaria Lago S.p.A. (“**Finanziaria Lago**”, “**FinLago**” o l’“**Incorporanda**”) in Villa d’Este (la “**Fusione**”).

La documentazione prevista dalla disciplina codicistica in relazione alla procedura di Fusione viene, altresì, messa a disposizione degli azionisti delle società coinvolte nella Fusione nei modi e nei tempi previsti ai sensi di legge e di regolamento.

1. AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate

Alla data del presente Documento Informativo, l’Incorporanda Finanziaria Lago controlla l’Incorporante Villa D’Este, detenendone n. 4.126.243 azioni, pari a circa il 69,31% del relativo capitale sociale (l’Incorporante e l’Incorporanda sono collettivamente definite le “**Società Partecipanti alla Fusione**”). Essa è peraltro una pura *holding* di partecipazioni, e non esercita alcuna attività di direzione e coordinamento sull’Incorporante.

La Fusione configura pertanto un’operazione tra parti correlate.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALLA FUSIONE

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni della fusione

A. *Descrizione dell'operazione*

La Fusione sarà attuata attraverso l'incorporazione di Finanziaria Lago in Villa D'Este.

La Fusione è proposta in forma di fusione c.d. "inversa", in quanto sarà Villa D'Este a incorporare la società controllante (Finanziaria Lago). La strutturazione dell'operazione come fusione inversa deriva dalla circostanza che, tra le Società Partecipanti alla Fusione, Villa d'Este è l'unica a svolgere attività operativa, e risponde all'esigenza di mantenere invariati in capo a Villa D'Este i rapporti contrattuali facenti capo alla stessa, consentendo – al contempo – di minimizzare gli adempimenti di natura amministrativa che si sarebbero diversamente resi necessari.

In considerazione del fatto che l'acquisizione del controllo sull'Incorporante, da parte dell'Incorporanda, è avvenuta tramite indebitamento bancario che, alla data del presente Documento Informativo, pende nei confronti di Banca IMI S.p.A. e Banca Popolare di Sondrio Soc. Coop. p. A. (complessivamente, gli "**Enti Finanziatori**") per un importo residuo di euro 113.920.000 in linea capitale (il "**Finanziamento Esistente**"), la Fusione si configura come una fusione *ex art. 2501-bis* del codice civile.

Subordinatamente al perfezionamento della Fusione, Banca IMI S.p.A. ha acconsentito a erogare un nuovo finanziamento in sostituzione del Finanziamento Esistente (che con la Fusione passerebbe in capo a Villa d'Este nella sua qualità di Incorporante), impegnandosi a organizzare, in qualità di banca organizzatrice, e a sottoscrivere, in qualità di banca finanziatrice, alla data di efficacia della Fusione, un finanziamento ipotecario a medio lungo termine per un importo massimo complessivo pari a euro 80.000.000, suddiviso in due tranche come di seguito indicato: (a) linea di credito per cassa per un importo complessivo massimo pari ad euro 70.000.000 (la Tranche A); e (b) linea di credito per cassa per un importo complessivo massimo pari ad euro 10.000.000 (la Tranche B), da utilizzare, quanto alla Tranche A, al fine di supportare il fabbisogno finanziario connesso allo svolgimento della propria attività, ivi compreso il rimborso del Finanziamento Esistente e, quanto alla Tranche B, al fine di supportare il fabbisogno finanziario connesso (i) al pagamento delle spese da sostenersi per l'esecuzione di alcuni lavori di manutenzione ordinaria e straordinaria aventi ad oggetto gli immobili di titolarità di Villa D'Este (ivi inclusi i relativi lavori di ampliamento, adeguamento e ricostruzione) nonché (ii) all'acquisto di arredi e beni strumentali destinati ai predetti immobili. Il rimborso di tale finanziamento è previsto per la data che cade il dodicesimo anno successivo alla data di efficacia della Fusione.

La Relazione Illustrativa approvata dal Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile (come di seguito definita) ed il correlato piano economico-finanziario evidenziano che la società risultante dalla Fusione disporrà di una capacità patrimoniale e finanziaria adeguata al puntuale adempimento delle sue obbligazioni, sia con riguardo alla gestione dell'attività alberghiera, sia con riguardo al rimborso dei finanziamenti.

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio in vista della proposta Fusione, si sono presi a riferimento i progetti di bilancio al 31 dicembre 2014 dell'Incorporante e dell'Incorporanda, tenendo altresì conto, per quest'ultima, di alcune modifiche della relativa struttura patrimoniale e

finanziaria di cui era prevista l'effettuazione in via prodromica alla prospettata Fusione, riflesse in una distinta situazione patrimoniale pro-forma riferita alla stessa data.

Con provvedimento in data 8 maggio 2015, a seguito di istanza congiunta delle Società Partecipanti alla Fusione, il Tribunale di Milano ha designato il Dott. Sandro Litigio, nato a Como il 12 agosto 1961, C.F. LTGSDR61M12C933X, commercialista con studio in Como, via Rezzonico n. 61, iscritto al n. 63.306 del Registro dei Revisori Legali presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze (l'“**Esperto Comune**”), quale esperto comune per redigere la relazione ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma, del codice civile, sulla congruità del rapporto di cambio nonché sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione (come di seguito definito) in merito alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, tenuto anche conto delle peculiarità inerenti all'azionariato (diffuso ai sensi dell'art. 2325-*bis* del codice civile) e del patrimonio della prospettata società Incorporante, Villa d'Este.

In data 28 maggio 2015, l'Amministratore Unico di Finanziaria Lago e il Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este, all'unanimità, hanno approvato il progetto di fusione ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*ter* del codice civile (il “**Progetto di Fusione**”), e le relazioni illustrative ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del codice civile (le “**Relazioni Illustrative**”). Il Progetto di Fusione con allegata la relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quinto comma, del codice civile, è stato iscritto presso il Registro delle Imprese di Como in data 29 maggio 2015 ed è qui accluso *sub* Allegato 1.

In data 29 maggio 2015, l'Esperto ha consegnato la sua relazione attestante la congruità del rapporto di cambio e la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione e nelle Relazioni Illustrative con riguardo alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione (la “**Relazione dell'Esperto Comune**”). La Relazione dell'Esperto Comune è pure qui acclusa *sub* Allegato 2.

Il Progetto di Fusione con l'allegata relazione della società di revisione, le Relazioni Illustrative, i predetti progetti di bilancio e la Relazione dell'Esperto Comune sono altresì stati messi a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previsti ai sensi di legge e di regolamento.

B. Rapporto di Cambio e modalità di assegnazione delle azioni Villa D'Este post- Fusione

Il rapporto di cambio tra azioni Villa D'Este e azioni Finanziaria Lago, inteso come il numero di azioni di Villa D'Este da emettersi a servizio della Fusione e da assegnare agli azionisti di Finanziaria Lago in concambio di ogni azione detenuta (il “**Rapporto di Cambio**”), è stato determinato in n. 0,0149742 azioni di Villa d'Este per ciascuna azione di Finanziaria Lago.

A tal fine, il Progetto di Fusione prevede che l'Incorporante aumenti il proprio capitale sociale per massimi nominali euro 1.206.920,52, mediante emissione di massime n. 2.321.001 nuove azioni del valore nominale di euro 0,52 cadauna, da assegnarsi agli attuali azionisti di Finanziaria Lago, per ogni azione ordinaria di Finanziaria Lago conferita alla Fusione. Contestualmente al perfezionamento della Fusione, l'Incorporante provvederà ad annullare le n. 4.126.243 azioni Villa d'Este attualmente detenute dall'Incorporanda (che ad esito della Fusione verrebbero a configurare in capo a Villa D'Este azioni proprie); conseguentemente ad esito della Fusione, il capitale dell'Incorporante risulterà fissato in complessivi nominali euro 2.157.094,16 e

rappresentato da n. 4.148.258 azioni da nominali euro 0,52 cadauna.

Le azioni Villa d'Este assegnate in concambio agli azionisti dell'Incorporanda saranno, al pari delle azioni Villa d'Este già esistenti, emesse in regime di dematerializzazione e soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A.. Il concambio verrà effettuato per il tramite degli intermediari autorizzati con le modalità e nei termini della gestione accentrata, senza alcun onere o spesa a carico degli azionisti. Non sono previsti conguagli in denaro.

Tutte le azioni ordinarie dell'Incorporante che verranno assegnate in concambio agli azionisti dell'Incorporanda avranno godimento, caratteristiche e diritti identici alle azioni ordinarie dell'Incorporante oggi in circolazione.

C. Approvazioni assembleari

Il Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este e l'Amministratore Unico di Finanziaria Lago sottoporranno l'approvazione della Fusione alle rispettive Assemblee straordinarie degli azionisti convocate per il giorno 29 giugno 2015, in prima convocazione, e per il giorno 7 luglio 2015, in seconda convocazione. L'Assemblea straordinaria degli azionisti di Villa D'Este dovrà, altresì, deliberare l'aumento del capitale sociale dell'Incorporante a servizio del concambio da Fusione, l'annullamento – subordinatamente al perfezionamento della Fusione – delle n. 4.126.243 azioni detenute dall'Incorporanda, e le conseguenti modifiche dello Statuto sociale dell'Incorporante. In particolare, l'articolo 6 dello Statuto dell'Incorporante che entrerà in vigore dalla data di efficacia civilistica della Fusione sarà modificato al fine di dar atto dell'aumento di capitale dell'Incorporante a servizio del concambio. Il nuovo capitale sociale sarà pari a complessivi nominali euro 2.157.094,16 e rappresentato da n. 4.148.258 azioni da nominali euro 0,52 cadauna.

D. Condizioni

Il perfezionamento della Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione della stessa da parte delle Assemblee straordinarie rispettivamente di Villa D'Este e Finanziaria Lago, all'avvenuto rimborso ai titolari, da parte di Finanziaria Lago, del residuo ammontare del finanziamento soci che al 31 dicembre 2014 risultava iscritto in bilancio per il complessivo importo di euro 138.800.000, e che a seguito di un parziale rimborso e della sottoscrizione dell'aumento di capitale deliberato dalla medesima società in data 29 aprile 2015 risulta ancora in essere, per complessivi euro 3.800.000.

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione

Ai sensi dell'Allegato 1 del Regolamento Parti Correlate per "operazione con parti correlate" si intende "qualunque trasferimento di risorse, servizi e obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo", ivi incluse "le operazioni di fusione o di scissione in senso stretto non proporzionale realizzate con parti correlate".

Il rapporto di correlazione tra Villa D'Este e Finanziaria Lago deriva dall'esistenza di una

relazione partecipativa tra le due società. Infatti, come anticipato al Paragrafo “Avvertenze”, l’Incorporanda Finanziaria Lago controlla l’Incorporante Villa D’Este, detenendone n. 4.126.243 azioni, pari a circa il 69,31% del relativo capitale sociale. Essa è peraltro una pura *holding* di partecipazioni, e non esercita alcuna attività di direzione e coordinamento sull’Incorporante.

Poiché Villa d’Este è un’emittente titoli diffusi, le operazioni con parti correlate che la riguardano sono approvate ai sensi e nel rispetto di quanto previsto dall’art. 2391-*bis* del codice civile e dal Regolamento Parti Correlate.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza della Fusione per Villa D’Este

La proposta Fusione si configura come il naturale esito dell’assetto societario venutosi a creare in capo a Villa d’Este a far data dal 2007, allorché il controllo sulla stessa fu acquisito da Finanziaria Lago attraverso il ricorso ad un finanziamento bancario oggi pendente nei confronti di Banca IMI S.p.A. e Banca Popolare di Sondrio Soc. Coop. p. A.

La Fusione consentirebbe di ricondurre ad un unico centro di imputazione gli *asset* acquisiti e il residuo finanziamento bancario contratto per la loro acquisizione, ed avrebbe così il benefico effetto di:

- spostare il residuo debito bancario in prossimità dei flussi operativi destinati al suo rimborso;
- consentire la rinegoziazione integrale di tale debito negli aspetti della dimensione complessiva, della composizione tra forme tecniche diverse, dell’allungamento delle scadenze, della tipologia di garanzie concesse;
- allineare la struttura patrimoniale di Villa d’Este a quella riscontrabile in altre entità operanti nel settore dell’attività alberghiera di altissimo livello;
- favorire, nell’insieme, la maturazione di condizioni che, pur muovendo dalla conferma della piena continuità di azione lungo le linee dalla preesistente realtà imprenditoriale, consentano future scelte di mercato in un quadro più simile a quello individuabile per i *competitors*.

In data 28 maggio 2015, il Progetto di Fusione è stato approvato dall’Amministratore Unico di Finanziaria Lago e dal Consiglio di Amministrazione di Villa D’Este, all’unanimità dei voti.

2.4 Modalità di determinazione del Rapporto di Concambio e valutazioni circa la sua congruità

2.4.1 I valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio

Come rilevato, il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei progetti di bilancio al 31 dicembre 2014 dell'Incorporante e dell'Incorporanda, approvati, rispettivamente, dal Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este e dall'Amministratore Unico di Finanziaria Lago, in data 28 maggio 2015, tenendo altresì conto, per quest'ultima, di alcune modifiche della relativa struttura patrimoniale e finanziaria di cui era prevista l'effettuazione in via prodromica alla prospettata Fusione, riflesse in una distinta situazione patrimoniale pro-forma riferita alla stessa data.

La documentazione di supporto alla determinazione del Rapporto di Cambio, comprende, in aggiunta ai progetti di bilancio sopra citati, i seguenti documenti:

- gli statuti vigenti di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione;
- i bilanci d'esercizio redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS di Villa d'Este relativi agli esercizi 2012 e 2013, approvati dagli organi competenti, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni dei Collegi Sindacali e delle relazioni di revisione rilasciate dal soggetto incaricato della revisione legale dei conti;
- i bilanci d'esercizio e consolidati di Finanziaria Lago, redatti rispettivamente secondo i principi contabili nazionali e secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, relativi agli esercizi 2012 e 2013, approvati dagli organi competenti, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni del Collegio Sindacale e delle relazioni di revisione rilasciate dal soggetto incaricato della revisione legale dei conti;
- il piano economico-finanziario per il triennio 2015-2017, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Villa d'Este in data 1 aprile 2015, successivamente aggiornato in data 28 maggio 2015, e le proiezioni economico-finanziarie per il biennio 2018-2019 di Villa d'Este, di cui il medesimo Consiglio d'Amministrazione ha preso atto in data 1 aprile 2015 e che ha confermato di approvare in data 28 maggio 2015;
- le previsioni economico-finanziarie post-fusione relative al periodo 2015-2027, approvate dal Consiglio di Amministrazione di Villa d'Este in data 28 maggio 2015;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal management di Villa d'Este.

Sempre ai fini della corretta definizione di un Rapporto di Cambio congruo, Villa D'Este, non disponendo di almeno due amministratori indipendenti non correlati, ha inteso avvalersi dell'assistenza del Prof. Mario Cattaneo, anche ai sensi dell'art. 2391-*bis* del codice civile, quale esperto indipendente e specifico presidio a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione sopra descritta nel rispetto del Regolamento Parti Correlate. La scelta dell'esperto indipendente si è rivolta sul Prof. Cattaneo in ragione della sua riconosciuta esperienza nelle materie economico-aziendali e l'incarico attribuitogli consiste nell'effettuare una stima del valore economico di Villa d'Este che possa supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del rapporto di concambio relativo alla succitata Fusione. Prima dell'attribuzione dell'incarico professionale, il Prof. Cattaneo ha confermato di non intrattenere alcuna relazione economica, patrimoniale o finanziaria con Villa d'Este e di non versare in alcuna situazione di conflitto di interessi con tutti gli altri soggetti interessati alla Fusione.

Al fine di dare al prof. Cattaneo ulteriori strumenti valutativi, Villa D'Este, inoltre, ha dato incarico a REAG - Real Estate Advisory Group S.p.A. ("REAG") di valutare i beni immobili e gli arredi di Villa D'Este e a Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A. ("EY") di dare

un'opinion che riportasse: (i) l'analisi di mercato finalizzata a fornire a Villa D'Este *benchmark* circa transazioni inerenti strutture alberghiere analoghe a quelle detenute e gestite da Villa D'Este; (ii) analisi di mercato finalizzata a fornire a Villa D'Este indicazioni circa tassi di attualizzazione (WACC) coerenti con le caratteristiche dell'*asset*; (iii) analisi del Piano Economico Finanziario di Villa D'Este nell'orizzonte temporale 2015-2019 predisposto dal management di Villa d'Este; e (iv) analisi del Piano Economico – Finanziario post fusione, predisposto dal *management* di Villa d'Este. A EY è stato anche attribuito l'incarico di rilasciare un'*opinion* con particolare riferimento all'analisi della sostenibilità del debito e all'analisi delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

In data 18 maggio 2015, il Prof. Cattaneo ha prodotto la relazione di stima richiestagli.

Da ultimo, come già rilevato, la congruità del Rapporto di Cambio è stata sottoposta a verifica da parte dell'Esperto Comune, Dott. Sandro Litigio, nominato con provvedimento del Tribunale di Milano dell'8 maggio 2015, in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma, del codice civile. Nella sua relazione, datata 29 maggio 2015, l'Esperto Comune ha confermato la congruità del concambio e l'adeguatezza dei metodi seguiti per la sua determinazione, nonché la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa la capacità – da parte della società risultante dalla Fusione – di soddisfare le obbligazioni alla stessa facenti capo.

2.4.2 Descrizione dei criteri di valutazione utilizzati. Premesse metodologiche.

Il Consiglio di Amministrazione di Villa d'Este ha approvato e ha fatto propri i contenuti della relazione di stima del Prof. Mario Cattaneo, i cui elementi essenziali sono qui di seguito riportati.

Il Prof. Cattaneo ha avuto pieno accesso alle informazioni di Villa D'Este e non ha segnalato eventuali criticità in relazione alla specifica operazione.

Stante la configurazione delle Società Partecipanti alla Fusione ed il rapporto tra le stesse, la valutazione del capitale economico di Villa d'Este (W) ha preceduto quella del capitale economico di Finanziaria Lago. (W1). Infatti, per ottenere W1 era sufficiente sostituire al valore contabile della partecipazione di controllo (pari al 69,31% del capitale) detenuta da Finanziaria Lago in Villa d'Este, il valore economico della stessa (desunto come quota parte del W stimato per Villa d'Este) e riconsiderando i valori delle altre componenti attive e passive del relativo stato patrimoniale nell'ottica di una valutazione ai fini di una fusione.

In tale esercizio, si è rispettata la prassi professionale e di mercato che implica una preventiva analisi della struttura della società da valutare (semplice o composta) prima di decidere sui criteri di valutazione da utilizzare.

Come già ricordato, Villa d'Este è una società caratterizzata da un portafoglio di attività diverse, tra loro composte (Villa d'Este Cernobbio e Villa La Massa sono proprietarie dei rispettivi complessi immobiliari e gestiscono anche le connesse attività alberghiere mentre gli Hotel Palace e Barchetta gestiscono le sole attività alberghiere).

Sulla base di tale considerazione, si è utilizzata la tecnica generale denominata "Somma delle Parti", la quale implica di utilizzare criteri di valutazione diversi secondo la natura delle parti in

cui il tutto aziendale può essere ragionevolmente scomposto.

Nel caso di specie le parti sono state individuate come segue:

- il complesso immobiliare di Villa d'Este (Cernobbio);
- il complesso immobiliare di Villa La Massa;
- i quattro complessi gestionali (separatamente considerati) di Villa d'Este (Cernobbio), Villa La Massa, Hotel Palace, Hotel Barchetta.

La scelta dei metodi di valutazione è avvenuta secondo la consueta distinzione tra metodi interni (o analitici) e esterni (o sintetici e di mercato). Tra i primi, l'unico metodo risultato praticabile, nel caso in esame, è stato il DCF (Discounted Cash Flow Method) in due diverse ipotesi, più avanti richiamate, una per la stima del Valore di Mercato delle gestioni alberghiere e l'altra per quella del Valore di Mercato dei complessi immobiliari (anche sulla base delle valutazioni di REAG). Tra i secondi vanno menzionati il metodo delle Transazioni Comparabili identificate per i complessi immobiliari (data base raccolto e elaborato da EY e ulteriori dati forniti da REAG) e quello dei Multipli di Mercato e di Borsa (data base raccolto ed elaborato da EY) utilizzato per il controllo dei valori attribuiti alle gestioni alberghiere.

Come da prassi professionale e di mercato, al fine di saggiare la tenuta dei risultati, si è sempre cercato il confronto (allorché esso è stato reso possibile nelle diverse fasi della valutazione) tra gli esiti dell'adozione di un metodo principale e almeno di un metodo di controllo.

La selezione e l'impiego dei metodi di valutazione, tra loro intrecciati nell'ambito della tecnica generale della Somma delle Parti, sono avvenuti secondo il seguente schema riassuntivo:

- complessi immobiliari Villa d'Este (Cernobbio) e Villa La Massa:
- valore di mercato (metodo principale);
- transazioni comparabili (metodo di controllo).
- gestioni alberghiere:
- DCF (metodo principale);
- multipli di Mercato (metodo di controllo).

2.4.3 La valutazione delle componenti della Somma delle Parti

2.4.3.1 Il Valore di Mercato nella valutazione di complessi immobiliari

Il Valore di Mercato, come confermato da REAG e dal Prof. Cattaneo, può sostanzialmente definirsi come il valore stimato da due potenziali contraenti, interessati alla compravendita di una attività o di una passività, che siano tra loro indipendenti, adeguatamente informati e operanti in un mercato trasparente e concorrenziale. Tale strumento di stima è stato utilizzato per valutare, anche sulla base delle indicazioni di REAG, ogni "complesso immobiliare" ad uso alberghiero, definito

come un insieme di beni immobili (terreni, fabbricati, impianti fissi e opere edili esterne) con esclusione del loro “contenuto” (costituito essenzialmente da mobili, arredi, corredi da tavola, attrezzature di cucina e di lavanderia, mezzi di trasporto, macchine da ufficio e similari). Questa esclusione è motivata dall’obiettivo di stimare il valore di un complesso immobiliare “puro”, quindi confrontabile con i valori desunti da transazioni operate su altri complessi.

Peraltro, al fine di determinare il Valore di Mercato delle Immobilizzazioni materiali cioè l’ammontare del Capitale Fisso Totale di Villa d’Este, al Valore di Mercato dei due complessi immobiliari vanno aggiunti anche i valori (separatamente stimati) dei “contenuti” e delle opere d’arte.

Nel processo di calcolo del W di Villa d’Este è stato dedotto l’onere fiscale figurativo derivante dalla plusvalenza tassabile, a sua volta misurata come differenza tra il Valore di Mercato delle Immobilizzazioni materiali e il corrispondente ammontare iscritto nei conti di Villa D’Este.

2.4.3.1.III Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa d’Este (Cernobbio)

Il valore del complesso immobiliare di Villa d’Este (Cernobbio) è stato valutato in più fasi, mediante l’impiego del metodo DCF *unlevered*. Si è avuto, qui, il primo impiego del Metodo DCF, applicato con specifiche peculiarità e, poi, ripreso (ma con dati diversi) per stimare il valore delle gestioni alberghiere.

Per determinare tale valore si è proceduto anzitutto sommando:

- (a) i valori attualizzati dei flussi di reddito netti futuri (derivanti dall’attività gestionale della società vista in un periodo di 10 anni);
- (b) il valore attualizzato della capitalizzazione in perpetuità del reddito netto dell’undicesimo anno.

I flussi annuali di reddito dei primi dieci anni sono stati stimati tenendo conto di dati assunti in modo da poter “verosimilmente rappresentare le proiezioni che potrebbero essere sviluppate da un potenziale investitore” che si proponesse di mettere a reddito il complesso immobiliare, mediante la sua locazione a un gestore dell’attività alberghiera. Muovendo dai dati aziendali, si è fatto riferimento a un MOL (Margine Operativo Lordo) normalizzato secondo convenzioni tipiche del mercato delle locazioni di immobili alberghieri.

Al fine di pervenire al flusso di risultato periodico da attualizzare, il MOL è stato poi corretto per esprimere un dato determinato al netto:

- (a) degli oneri di gestione a carico della proprietà immobiliare (derivanti dalle manutenzioni straordinarie, dalle assicurazioni, dalle tasse sulla proprietà, ecc.),
- (b) di un “compenso base”, figurativamente riconosciuto alla gestione, e calcolato in percentuale (10%) sui Ricavi Lordi secondo modalità in linea col mercato.

Al sopradetto risultato è stato poi sommato il valore attribuito, anche sulla scorta delle valutazioni di REAG, alle ville comprese nel compendio di Cernobbio, sulla base di confronti di valore effettuati con quelli desunti da recenti compravendite o da offerte similari.

Dal valore fin qui stimato è stato infine dedotto il Valore di Mercato delle dotazioni di mobili e attrezzature, considerate in continuità di utilizzo e già espresso implicitamente dai flussi presi a base delle precedenti fasi della valutazione del complesso immobiliare.

2.4.3.1.2 Il Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa La Massa

Il valore in discorso è stato stimato seguendo il medesimo procedimento richiamato per il complesso di Villa d'Este (Cernobbio); tuttavia la diversa situazione dell'immobile di Villa La Massa, che si avvicina assai a quella di una start-up, ha reso necessaria qualche ulteriore precisazione.

Il Valore di Mercato del complesso è stato determinato tenendo conto che la disponibilità delle camere è di 31 nel 2015 e salirà a 46 nel 2016 e a 51 nel 2017 al termine della fase 1 (attualmente in corso di realizzazione) di espansione del *resort*.

Detto Valore di Mercato risulta anzitutto formato, così come avvenuto per Villa d'Este (Cernobbio), dal valore attualizzato dei flussi annuali di reddito conseguibili sulla base della configurazione del complesso in progressiva evoluzione, come sopra riferito.

Dal valore, così stimato, è stato dedotto il valore attribuito al "contenuto", cioè ai mobili e alle attrezzature. Anche in questo caso si sono seguite le stesse modalità usate per il complesso di Cernobbio.

Infine, è stato compreso nel totale (oltre l'assai marginale valore di un sedime di Terreno agricolo di proprietà) il valore attribuito, anche sulla base delle indicazioni di REAG, alla residua capacità edificatoria ad oggi disponibile per Villa La Massa. Esso potrebbe concretizzarsi, nel corso delle fasi 2 e 3 della realizzazione del Piano Attuativo Globale di Villa La Massa. Poiché i contenuti di tali fasi sono stati definiti sul presupposto di aver rispettato i canoni generali della pianificazione territoriale locale, Villa D'Este attende una risposta finale positiva da parte dell'Autorità deliberante. Tenuto conto di ciò, si è ritenuta tale situazione assimilabile a una sorta di opzione, la cui traduzione finale in effettivo valore di mercato dipende da due fattori: la dimensione dei costi da sostenere, in quanto connessi al rilascio di un favorevole parere da parte delle Autorità, e la futura decisione di Villa D'Este di effettuare i conseguenti investimenti.

Da una parte, non sembra dubbio che l'opzione indichi, prima e dopo la proposta Fusione, una caratteristica effettiva del complesso immobiliare esaminato e, quindi, esprima un valore, che in linea con le indicazioni di REAG si ritiene di poter ragionevolmente stimare attualizzando il 30% del valore da attribuire all'addendum conseguibile a fine lavori.

Dall'altra parte, va considerato il fatto che l'incertezza gravante su detto valore dipende, in ogni caso, da un fattore esogeno rispetto a Villa D'Este, e cioè dal tipo di decisioni che saranno prese dall'Autorità competente.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, si è ritenuto che il valore dell'opzione possa concorrere alla determinazione del Valore di Mercato attribuibile al complesso immobiliare di Villa La Massa, ma nella misura mitigata dal particolare tipo d'incertezza che grava su di esso, con effetti oggi difficilmente quantificabili: di tutto ciò si è tenuto conto nella valutazione finale.

2.4.3.2 Le Transazioni Comparabili

I Valori di Mercato desumibili dal confronto con le Transazioni Comparabili implicano specificazione e definizione particolari.

2.4.3.2.1 Considerazioni generali sul loro impiego come Metodo di controllo

Entrambi gli specialisti del mercato immobiliare consultati, pur facendo riferimento a separati data base, hanno espresso riserve sull'utilizzo del Metodo Comparativo per la determinazione diretta di un Valore di Mercato desumibile dalle transazioni di complessi immobiliari ad uso alberghiero realizzate in Europa nel quinquennio 2010-2014. Entrambi hanno, peraltro, riconosciuto la possibilità di un certa efficacia del suo utilizzo come Metodo di controllo, in quanto in grado di fornire sintomi atti a confermare o a negare l'attendibilità del Valore di Mercato dei complessi immobiliari, determinato in via analitica.

2.4.3.2.2 Il caso del complesso immobiliare di Villa d'Este (Cernobbio)

EY ha svolto una ricerca empirica volta a consentire l'uso del Metodo Comparativo per il solo Scopo di Controllo. Ha così costruito un *panel* di transazioni concluse in Spagna, Francia, Svizzera, Austria, Italia, giudicati mercati sufficientemente simili. Dette transazioni sono attinenti a compravendite di complessi immobiliari alberghieri (Cinque Stelle lusso), definiti dalle ricerche specializzate anche come "Trophy Hotel", che si ritengono dotati di caratteristiche "iconiche" per aspetti architettonici, qualitativi, ubicazionali, di presenza di importante domanda *leisure*, di stagionalità del business. Ha, poi, cercato di verificare la bontà delle correlazioni tra il valore a camera transato con i vari indicatori quali: l'*occupancy rate*, il RevPar, l'ADR ed il ricavo medio giornaliero, per il segmento delle camere, per ciascuna struttura, traendone positive conclusioni al fine di costruire *range* di valori per camera dotati di sufficiente significatività.

La disponibilità di tali valori, selezionati da EY con criteri prudenziali, ha consentito di utilizzare il Metodo Comparativo per il Controllo della determinazione analitica del Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa d'Este (Cernobbio), destinato ad albergo. Esso ha, così, potuto trovare una sostanziale conferma.

2.4.3.2.3 Il caso del complesso immobiliare di Villa La Massa

Anche in questo caso EY ha svolto la sua ricerca avuto riguardo alla negoziazione, tra il 2012 e il 2014, di un *panel* di complessi immobiliari a destinazione alberghiera (Cinque Stelle). In questo caso, la conferma di valore è stata assai netta dal momento che i valori per camera degli alberghi indagati sono risultati tutti variamente (ma significativamente) superiori a quelli desumibili dalla valutazione analitica del complesso immobiliare di Villa La Massa. Come sottolineato anche dagli esperti, tale conclusione appare sostenuta anche dal fatto che valori per camera di un *resort*, ancora allo stato di start-up, più difficilmente possono raggiungere quelli di complessi immobiliari finiti e già consolidati sul mercato. Ciò avvalorava ulteriormente la tenuta dei risultati di valore stimati in via analitica, anche sulla base delle indicazioni di REAG.

2.4.3.3 Il metodo DCF e il valore delle gestioni alberghiere

I punti di attenzione inerenti il metodo in discorso riguardano essenzialmente la stima dei flussi, la durata dei periodi di riferimento temporale, i tassi di attualizzazione, il fattore di crescita g.

2.4.3.3.1 *La stima dei flussi*

La stima dei flussi si è svolta, in linea di principio, su basi metodologiche comuni ai quattro alberghi, così riassumibili:

- i flussi di reddito provenivano inizialmente dai piani aziendali, redatti dal management con l'ausilio di consulenti ed approvati dal Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este;
- detti flussi sono stati criticamente sottoposti a un esame di congruità di metodo e di merito da parte di EY;
- sono stati, infine, valutati alla luce sia delle informazioni e dei dati storici desunti dall'esperienza gestionale dei quattro alberghi, sia dall'analisi delle ipotesi di evoluzione prospettica proposte dal *management* e riviste e discusse da EY.

Quanto agli aspetti particolari attinenti alle quattro gestioni:

- (a) per gli hotel Palace e Barchetta, si è tenuto conto del fatto che i flussi degli ultimi anni sono stati (e in parte sono ancora) influenzati dall'impatto degli interventi di ripristino e di riordino degli assetti globali attuati dalla proprietà e dalla gestione;
- (b) per Villa d'Este (Cernobbio) e Villa La Massa, i flussi originari pianificati dal management sono stati modificati e integrati per renderli compatibili con un impiego volto a stimare il valore della sola gestione alberghiera. Infatti, i flussi erano stati inizialmente costruiti in ipotesi di coesistenza della proprietà dell'immobile con la gestione alberghiera all'interno di un unico stabilimento produttivo. Si è, quindi, provveduto a normalizzare i flussi originari, soprattutto mediante l'elisione dei costi della manutenzione straordinaria e l'eliminazione di quelli relativi alla tassazione e alla assicurazione degli immobili (già considerati nella stima del Valore di Mercato dei due complessi immobiliari). I flussi sono stati, poi, computati al netto di un canone di locazione figurativo ricavato dalla normale prassi di mercato, come riferita dagli esperti immobiliari.

Per Villa d'Este (Cernobbio) i flussi sono stati stimati tenendo conto del fatto che le camere del complesso sono salite, nel 2015, da 160 a 166 e per Villa La Massa che è tuttora in corso la già citata realizzazione della fase 1 del Piano di Attuazione.

2.4.3.3.2 *La durata dei periodi di riferimento temporale*

Per determinare i flussi annuali di risultato si è fatto anzitutto riferimento al piano economico-finanziario per il triennio 2015-2017, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 1 aprile 2015, e del relativo aggiornamento approvato dal medesimo in data 28 maggio 2015.

Seguendo una prassi diffusa nell'ambito delle valutazioni d'azienda, si è inoltre fatto riferimento anche alle proiezioni economico-finanziarie per il biennio 2018-2019, redatte secondo una tecnica

di programmazione semi-inerziale, di cui il medesimo Consiglio ha pure preso atto nella stessa occasione. È stato considerato uno sviluppo sostenibile ma prudentiale sia del tasso di occupazione, sia del prezzo e del ricavo medio per camera, sia dei ricavi residui; la stima dei costi variabili è avvenuta sulla base dell'incidenza prevista per il 2017; la determinazione dell'incremento dei costi fissi ha tenuto conto unicamente all'inflazione attesa e, per quanto attiene a Villa la Massa, anche della previsione di inserire nel 2018 due nuove risorse tra il personale; il CAPEX è stato valutato, per ciascun esercizio, pari agli ammortamenti.

Per operare la stima del TV (Terminal Value) è stato prudenzialmente scelto, per ciascuna gestione alberghiera, un flusso di risultato pari alla media dei risultati dell'ultimo triennio precedente alla stima. Fa eccezione Villa la Massa, per la quale è stato considerato il flusso dell'ultimo anno in quanto solo allora il *resort* potrà utilizzare, per l'intero periodo, tutte le 51 camere derivanti dall'ultimazione della fase 1 del Piano di Attuazione. Per gli Hotel Palace e Barchetta, detenuti da Villa D'Este unicamente per quanto attiene alla gestione, si è comunque tenuta in debito conto l'incertezza, di tipo esogeno, che grava sulla disponibilità degli immobili dopo il 2021, epoca di scadenza dei rispettivi contratti di locazione e di affitto d'azienda. Essi potrebbero, infatti, non essere rinnovati per decisione della proprietà. In quest'ottica, pur nella consapevolezza delle protezioni di tipo giuridico che favoriscono i conduttori, nei contratti sia di locazione sia di affitto d'azienda, e che attenuano assai il rischio del loro mancato rinnovo a scadenza, si è ritenuto, per prudenza, di non valorizzarla nella determinazione del *range* di valore della gestione di detti hotel.

2.4.3.3.3 Il tasso di attualizzazione, l'inflazione, il fattore *g*

In merito alla scelta del tasso (o dei tassi) di attualizzazione, va anzitutto ricordato che si utilizza il metodo DCF *unlevered*, volto ad esprimere l'EV (Enterprise Value) dell'impresa vale a dire il valore attribuibile all'investimento nell'impresa, la quale si può finanziare mediante ricorso al capitale sia proprio sia di credito. Il tasso di attualizzazione è, quindi, espresso dal WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Secondariamente, va menzionato che, nella valutazione degli investimenti, gli aspetti residuali dell'incertezza che grava sulla stima delle grandezze a base del processo valutativo (cioè i flussi prospettici) tende ad essere scaricata sul livello del tasso di attualizzazione.

Tenuto conto di quanto sopra, si sono anzitutto seguite le indicazioni della dottrina e della prassi che privilegiano l'adozione del CAPM (*Capital Asset Price Model*) nell'ambito della stima del K_e , ossia della remunerazione del capitale proprio.

Nelle situazioni in cui, nel determinare la grandezza delle sue componenti, sono state rilevate alternative di misura giudicate equiprobabili, si è indirizzato sulla scelta più conservativa: ciò nell'ottica di perseguire l'ottenimento di valori finali non destinati alla determinazione di un valore per la vendita di un *asset* ma per consentire un equilibrato concambio di azioni, dal quale derivasse che gli interessi degli azionisti di minoranza di Villa D'Este fossero sempre oggetto di particolare attenzione.

Come base per la stima del K_e mediante il CAPM, è stato assunto un *free risk rate* determinato sulla media dei rendimenti dei BOT decennali accertata nel trimestre a cavallo tra la fine 2014 e l'inizio 2015. Poiché nella primavera 2015 tale tasso si è ulteriormente ridotto, in concomitanza con l'introduzione del quantitative *easing*, ma ha manifestato anche aspetti di notevole volatilità, in

relazione alla recrudescenza della crisi greca, il mantenimento del *free risk rate* al precedente livello è sembrato opportuno. Il K_e è risultato definito nella misura del 9,01% e le modalità della sua determinazione hanno concorso al contenimento della stima del valore attribuito alle gestioni alberghiere, in linea con i menzionati presupposti dell'operazione in cui essa s'inquadra.

Per quanto attiene al K_d (remunerazione del capitale di debito) è stato tenuto conto di una dimensione del debito teorico, dedotta dalle indicazioni medie di settore.

Il tasso impiegato per attualizzare i flussi gestionali del quinquennio 2015-2019, cioè il WACC di periodo, è stato del 6,73%.

Relativamente al tasso di attualizzazione impiegato nel calcolo del TV (cioè dopo il 2019) si è proposta la questione se mantenerlo invariato rispetto all'attuale livello dei tassi, particolarmente basso ove si tenga conto dell'esperienza storica o se accettare l'idea (a vari stadi di ipotesi quantitative) in relazione a una possibile (assai variamente congetturata) ripresa dei tassi. Si è quindi affrontato l'argomento insieme a quello della scelta da compiere a proposito del coefficiente g (vale a dire del saggio di sviluppo dei flussi di risultato aziendale) a partire dal primo anno successivo al periodo ricoperto dalla pianificazione 2015-2019.

È noto che, nella manualistica e nella prassi, g è individuato, con una certa prevalenza, intorno al 2% annuo, anche in relazione a una connessione, non del tutto precisata e variamente spiegata, con il tasso di inflazione annua desiderata nell'ambito delle economie progredite e anch'esso collocato intorno a tale livello.

Per il calcolo del TV, si è svolta un'analisi di sensitività, in cui le due variabili erano, da una parte, la componente *free risk* (riferita al costo sia del capitale proprio sia di quello di debito); dall'altra la dinamica di g . Si è quindi privilegiata l'assunzione di un aumento medio annuo dell'1%, atto ad influenzare entrambe le componenti interessate. L'incremento del coefficiente g è apparso in prevalenza motivato da una contenuta espansione dei flussi aziendali attesi, in presenza di un mercato maturo; quello del *free risk rate* è stato giudicato una ragionevole stima dell'effetto congiunto sia di una lenta ripresa della crescita economica sia di quella dei tassi, collocati da tempo su un livello assai basso e ulteriormente schiacciati dagli abnormi volumi di liquidità immessi nel sistema per rilanciare l'economia. Dato l'impatto asimmetrico sul processo di attualizzazione, provocato da una crescita dell'1% sia di g sia del *free risk rate* (negli aspetti con i quali esso impatta sul costo del capitale proprio e di quello di debito) si è segnalato un ulteriore effetto verso il ragionevole contenimento del risultato finale della valutazione.

2.4.3.4 Il metodo dei Multipli di Mercato e il valore delle gestioni alberghiere

2.4.3.4.1 Considerazioni generali sul suo impiego per scopi di controllo

I Multipli di Mercato richiamano la determinazione di indicatori, desunti dall'analisi del rapporto tra quotazioni azionarie e grandezze di flussi aziendali significativi, ricavati da indagini (storiche o prospettive) di aziende quotate giudicate simili a quella indagata. Detti Multipli sono, poi, utilizzati come moltiplicatori dei medesimi flussi significativi (storici o prospettici) rilevati nella società indagata.

Gli evidenti limiti d'impiego del Metodo derivano, tra gli altri, dal fatto di restringere la ricerca dei

Multipli all'ambito delle sole società quotate e dalla circostanza di rilevare la frequente scarsa comparabilità sia tra queste, pur all'interno dell'unico settore di appartenenza, sia delle stesse con la società indagata. Tra l'altro, nel caso di specie, la società in questione, cioè Villa d'Este, non è neppure quotata.

Il Metodo dei Multipli di Mercato sconta poi un evidente riferimento circolare rispetto ai Metodi valutativi basati sull'utilizzo dei flussi aziendali.

Esiste, tuttavia, una positiva riassicurazione sull'argomento, dotata di valenza logica allargata. La offre il paradigma per cui, usando una pluralità di metodi, si dovrebbe approssimare un unico valore attribuito a un capitale d'azienda se le informazioni disponibili, da chiunque utilizzate in un mercato trasparente, fossero complete e acquisite a parità di costo. In realtà sono le imperfezioni del mondo reale a rendere difficile che ciò si realizzi.

Dunque: almeno l'ultima obiezione è destinata a cadere mentre permangono le difficoltà riscontrate più sopra e che possono essere superate solo se le condizioni di fatto in cui si svolge l'indagine, lo consentono. Anche di tale valutazione ci si è fatti carico.

2.4.3.4.2 La ricerca sui Multipli di Mercato di società quotate

Anche a questo riguardo è stata commissionata a EY una ricerca, essenzialmente ai due fini di seguito indicati:

- (a) in primo luogo, per la stima (ove fosse risultato possibile) del complessivo valore di Villa d'Este;
- (b) secondariamente, per il controllo della stima analitica del valore attribuibile al solo complesso delle gestioni dei quattro alberghi del sistema Villa d'Este.

Nel caso (a) (diretto alla stima di un valore globale di Villa d'Este), la ricerca si è svolta su informazioni desunte dal *data-base Standard & Poor Capital IQ*, relativo a stime *Consensus* 2014/2017 riguardanti numerosi grandi gruppi alberghieri mondiali con significativa presenza anche in Italia.

Tra i multipli esaminati è stato scelto il multiplo EV/Ebitda che, come confermato da EY, è risultato espressivo di “*una buona correlazione col tasso medio annuo di crescita dell'Ebitda per il periodo considerato*”. Tuttavia, la diffusa eterogeneità riscontrata nel contenuto dei gruppi studiati (spesso coincidenti con *holding* non esclusivamente incentrate sulla attività ricettiva di lusso ma dedicate anche a differenti segmenti di business) nonché le diverse caratteristiche di Villa d'Este rispetto ad essi (soprattutto per quanto riguarda la complessiva struttura patrimoniale), hanno scoraggiato l'analisi e indotto all'abbandono del tentativo.

Nel caso (b), (invero condotto solo per scopo di controllo globale delle valutazioni analitiche delle quattro gestioni alberghiere) l'esercizio è stato indirizzato, nell'ambito di un ampio contesto internazionale, alla ricerca del Multiplo EV/Ebitda (definibile come un vero e proprio Multiplo di Mercato) da individuare “*per società quotate e attive, in via prioritaria, nella gestione alberghiera con focus sul lusso*”.

2.4.3.4.3 Il Multiplo EV/Ebitda e la valutazione delle quattro Gestioni facenti capo a Villa d'Este

L'identificazione del Multiplo è avvenuta, da parte di EY, mediante l'analisi di un nutrito *panel* di società "il core business nel quale operano sia riconoscibile anche nel segmento ricettivo considerato di lusso", che siano attive "principalmente come società di gestione alberghiera", che non detengano "in maniera esclusiva la proprietà della struttura". Si è giudicata ragionevolmente attendibile la significatività del panel, utilizzandone peraltro criticamente i risultati.

Per consentire l'applicazione del Multiplo all'Ebitda globale delle gestioni di Villa d'Este, previsto per il 2015, quest'ultimo è stato anzitutto depurato da introiti ed esborsi connessi in via diretta alla proprietà dei complessi immobiliari di Villa d'Este (Cernobbio) e di Villa La Massa; da esso è stato, poi, dedotto un canone di affitto figurativo riconosciuto alla proprietà e stimato all'interno di un *range* (tra il 16 e il 20% dei ricavi totali) inteso dal mercato come di normale riferimento.

Il risultato del processo di stima sopra descritto ha confermato la sostanziale tenuta di un valore complessivo delle quattro gestioni alberghiere di Villa d'Este per il 2015, così come valutate in via analitica.

2.4.4 I risultati della valutazione e la stima di W

2.4.4.1 Premessa

Qui di seguito sono separatamente esposti, e poi riassunti in un unico ammontare, i valori attribuiti alle diverse classi di beni che concorrono, mediante la tecnica della Somma delle Parti, ad esprimere il Valore di Mercato degli *asset* di Villa D'Este al 31 dicembre 2014 al fine della stima del suo EV (*Enterprise Value*).

2.4.4.2 I valori dei complessi immobiliari e delle gestioni

I valori dei singoli beni sono, nell'ordine, quelli dei due complessi immobiliari di Villa d'Este (Cernobbio) e di Villa La Massa e, poi, quelli attribuiti alle quattro gestioni alberghiere. Dette grandezze sono qui riportate indicando, per ciascuna, i valori stimati sia col Metodo Principale sia col Metodo di Controllo.

2.4.4.3. Il Valore di Mercato dei due complessi immobiliari di proprietà (Villa d'Este-Cernobbio e Villa La Massa)

Il Valore di Mercato di ciascuno dei due complessi immobiliari è stato direttamente stimato e, poi, al fine di saggiarne la tenuta, esso è stato confrontato con quello ottenuto mediante l'impiego del Metodo delle Transazioni Comparabili.

2.4.4.3.III Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa d'Este-Cernobbio

Il valore in discorso, anche sulla base delle indicazioni di REAG, è stato così stimato nelle sue varie componenti materiali:

- Immobili a diretto uso alberghiero: euro 201.935.000;
- Ville, rustici, parco: euro 15.546.000,
- per un Primo Totale di euro 217.481.000.

A detto valore vanno aggiunti quelli del

- “Contenuto”, (mobili, arredi e attrezzature per euro 9.000.000,
- le Opere d’arte per euro 5.875.000,
- per un Secondo Totale di euro 14.875.000.

Il Totale generale, desunto dai due parziali, è di euro 232.356.000.

2.4.4.3.2 Il riscontro del Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa d’Este-Cernobbio usando il Metodo delle Transazioni Comparabili

Come detto, la tenuta del Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa d’Este-Cernobbio è stata verificata mediante l’impiego del Metodo delle Transazioni Comparabili.

EY, che si è cimentata in una specifica indagine sull’argomento, è pervenuta, al termine della ricerca, a compilare un *range* di risultati organizzati per grado di attendibilità applicativa da attribuire a ciascun risultato. Si è concordato con EY che la natura e la distribuzione dei valori compresi nel *range* da essa costruito consentono di pervenire alla convergenza su un valore intorno a euro 1,3 milioni/camera attribuibile alle 166 camere del complesso immobiliare ad uso alberghiero di Villa D’Este (Cernobbio), comprensivo di attrezzature e arredamento, per un Primo Totale di euro 201.935.000. Aggiungendo ad esso il valore di euro 15.546.000 riferito a ville, rustici e parco, si perviene a un Valore Complessivo, determinato con il metodo delle Transazioni Comparabili, di euro 231.346.000.

Tale grandezza (con il significato e i limiti di essere derivato dall’utilizzo di un metodo di puro Controllo) approssima bene il valore determinato con il Metodo Principale, che risulta così confermato.

2.4.4.3.3 Il Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa La Massa

Il valore in discorso, anche sulla base delle indicazioni di REAG, è stato così stimato nelle sue varie componenti materiali:

- Immobili a diretto uso alberghiero: euro 13.814.000;
- Volumetria edificabile (“opzione”): euro 1.527.000;
- Sedime terreno agricolo euro 40.000,
- per un Primo Totale di euro 15.381.000.

A detto valore vanno aggiunti quelli del

- “Contenuto” per euro 2.000.000,
- e delle Opere d’arte per euro 600.000,
- per un Secondo Totale di euro 2.600.000.

Il Totale generale, desunto dai due parziali, è di euro 17.981.000.

L'ammontare del precedente Totale generale è assunto nell'ipotesi (semplificata) di considerare il valore dell'“opzione” come definitivo. Della sua mitigazione, per tenere conto della presenza del rischio particolare ad esso connesso, si dirà nelle conclusioni finali riguardanti la stima di W.

2.4.4.3.4 Il riscontro del Valore di Mercato del complesso immobiliare di Villa La Massa usando il Metodo delle Transazioni Comparabili

L'indagine svolta da EY sulle Transazioni Comparabili ha individuato, avuto riguardo a complessi immobiliari destinati ad uso alberghiero e sufficientemente confrontabili con Villa La Massa, numerosi casi negoziati a livelli di prezzo notevolmente superiori a quelli desumibili dal riferimento a un valore/camera di euro 350.000. Già sulla base di questo apprezzamento, che implica di collocarsi sul livello minore tra quelli suggeriti dalle Transazioni Comparabili, il valore del complesso immobiliare di Villa La Massa raggiunge e supera quello determinato utilizzando il Metodo Principale. Quest'ultimo risulta, così, pienamente confermato.

2.4.4.4. Il Valore di Mercato delle quattro gestioni alberghiere

Tale valore è stato analiticamente e separatamente stimato per ciascuna delle quattro gestioni (Villa d'Este-Cernobbio, Villa La Massa, Hotel Palace, Hotel Barchetta), utilizzando il Metodo DCF *Unlevered* come Metodo Principale. La tenuta dei valori così stimati è stata poi verificata mediante l'impiego del Metodo dei Multipli di Mercato, utilizzato come Metodo di Controllo, sulla base di una specifica indagine svolta da EY.

Ai fini dell'impiego del DCF i flussi di risultato prospettico presi a fondamento del processo di valutazione, ricavati dalla pianificazione gestionale a due stadi, formalizzata dal *management* quanto al periodo 2015-2019, e stimati con logica inerziale quanto al calcolo del Valore Terminale (VT), sono stati positivamente verificati da parte di EY e del Prof. Cattaneo.

La scelta dei tassi di attualizzazione ha condotto a soluzioni coincidenti per le quattro gestioni. In particolare, per quanto attiene al calcolo del TV, la combinata analisi delle ipotesi di evoluzione futura del tasso di attualizzazione (WACC) e del coefficiente g, segnalante il ritmo di sviluppo dell'attività aziendale, ha condotto a stimare un saggio di incremento intorno all'1% annuo. Si è ritenuto che tale determinazione, tra le alternative possibili dettate dai possibili futuri scenari dell'economia e della finanza, fosse quella attualmente preferibile. La scelta è sembrata equilibrata nella ricerca di una valida espressione di W, ossia del valore economico del capitale di Villa d'Este, nell'ambito della particolare operazione in esame (che è di fusione tra due società, e non di cessione di *asset*).

2.4.4.4.1 Il Valore di Mercato della gestione di Villa d'Este-Cernobbio

I FCFO (Free Cash Flow from Operations) stimati, anno per anno, per la gestione di Villa d'Este-Cernobbio sono stati predisposti dal management, rivisitati da EY e poi corretti algebricamente per tenere conto, in aumento, degli elementi di costo non di competenza della gestione ma della proprietà immobiliare e, in deduzione, del canone figurativo di locazione da riconoscere a detta proprietà.

L'attualizzazione dei flussi, determinati con le modalità, per i tempi e mediante l'impiego dei tassi già detti, ha condotto a definire il Valore della gestione di Villa d'Este-Cernobbio intorno a euro 98.127.000.

2.4.4.4.2. Il Valore di Mercato della gestione di Villa La Massa

Il valore in discorso è stato determinato seguendo le medesime modalità usate per Villa d'Este-Cernobbio, pur con le incertezze ascrivibili alla attuale situazione, caratterizzata dalla realizzazione e dal completamento della fase 1 del Piano Attuativo Globale che avrà i suoi effetti definitivi solo a partire dal periodo 2018-19.

L'attualizzazione dei flussi, determinati con le modalità, per i tempi e mediante l'impiego dei tassi già detti, ha condotto a definire il Valore della gestione di Villa La Massa intorno a euro 4.558.000.

2.4.4.4.3 Il Valore di Mercato delle gestioni degli Hotel Palace e Barchetta

I casi, assai simili tra loro, dei due hotel siti in Como, che Villa D'Este ha soltanto in gestione (senza avere la proprietà dei relativi complessi immobiliari), sono abbastanza semplici fatta eccezione per una circostanza.

I relativi FCFO sono derivati dalla pianificazione aziendale, rivista da EY e condivisa dal Prof. Cattaneo, ma senza la necessità di apportarvi le correzioni connesse con la contemporanea titolarità, in capo a Villa D'Este, dei complessi immobiliari e della gestione.

Per entrambi gli hotel, un elemento d'incertezza è dato dalla temporaneità dei contratti che ne danno la disponibilità a Villa D'Este: segnatamente locazione di immobile (nel caso dell'Hotel Barchetta) e di azienda (nel caso dell'Hotel Palace).

Nella valutazione fatta per entrambi i casi, sono state assunte le ipotesi, tra loro alternative, della prosecuzione delle gestioni di tali hotel, da parte di Villa D'Este, anche dopo la scadenza dei contratti (peraltro recentemente rinnovati fino al 2021), o della loro cessazione dopo tale data.

Nel caso della prosecuzione delle gestioni anche dopo il 2021, l'attualizzazione dei flussi stimati per i due hotel di Como, determinata con le modalità, per i tempi e mediante l'impiego dei tassi già detti in precedenza, ha condotto a definire:

- per l'Hotel Palace il Valore della gestione è stimabile intorno a euro 5.990.000;
- per l'Hotel Barchetta il Valore della gestione è stimabile intorno a euro 4.751.000.

Della mitigazione di tali valori, per tenere conto della presenza delle incertezze di cui si è detto, si dirà nel successivo paragrafo. Per intanto si riportano separatamente, qui di seguito, i valori delle gestioni che si otterrebbero ipotizzando il mancato rinnovo, dopo la scadenza, dei contratti attualmente in corso.

Nel caso della cessazione delle gestioni dopo il 2021, l'attualizzazione dei flussi stimati per i due hotel di Como, determinata con le modalità e mediante l'impiego dei tassi già detti in precedenza, ha condotto a definire:

- per l'Hotel Palace il Valore della Gestione è stimabile intorno a euro 2.215.000;
- per l'Hotel Barchetta il Valore della Gestione è stimabile intorno a euro 1.820.000.

2.4.4.4.4 Il riscontro del Valore di Mercato delle quattro gestioni alberghiere usando il Metodo dei Multipli di Mercato

Il Valore di Mercato (EV) totale delle quattro gestioni, stimato come somma dei valori determinati in via analitica per ciascuna gestione, varia tra euro 107,3 ed euro 113,4 milioni (secondo l'ipotesi relativa alla cessazione o alla prosecuzione, dopo il 2021, dei contratti di locazione/affitto d'azienda degli Hotel Barchetta e Palace).

L'indagine EY sull'impiego di Multipli di Mercato per scopi di controllo ha consentito un riscontro unitario e globale del Valore di Mercato delle quattro gestioni alberghiere facenti capo a Villa D'Este. Tale riscontro ha riguardato la tenuta della somma dei valori analiticamente determinati col Metodo DCF per ciascuna gestione. Il Multiplo di Mercato utilizzato è consistito nel rapporto EV/Ebitda, ottenuto dall'analisi del *panel* di società indagate da EY e applicato all'Ebitda Totale (TE) delle quattro gestioni in discorso stimato per il 2015.

Si rammenta ancora che il Metodo dei Multipli ha, nel caso esaminato, una limitata capacità di stima del Valore di Mercato delle quattro gestioni e consente solo di esprimere elementi di controllo, dei risultati derivanti dall'impiego di altri metodi di valutazione. È, però, possibile notare come i risultati ottenuti in via analitica presentano un'area di sovrapposizione con i valori determinati in via sintetica, trovando da ciò conferma per la propria attendibilità.

2.4.4.5 Il valore (W) del capitale economico di Villa d'Este

Applicando la tecnica della Somma delle Parti ai risultati illustrati in precedenza (relativamente ai Valori di Mercato riconosciuti ai due complessi immobiliari di proprietà e alle quattro gestioni alberghiere), e aggiungendo alla grandezza così ottenuta l'ammontare della PFN (Posizione Finanziaria Netta) di Villa D'Este al 31 dicembre 2014, si perviene alla determinazione del valore del capitale economico (W) di Villa d'Este.

Quanto all'ammontare della PFN di Villa d'Este, quale emerge dal bilancio societario al 31.12.2014, esso è di euro 48.768.000 e costituisce un *asset* dal momento che rappresenta la disponibilità finanziaria di Villa D'Este, che non ha indebitamento finanziario.

A titolo prudenziale, e ad ulteriore tutela degli azionisti di minoranza, nella determinazione del valore in discorso si è ritenuto di tenere conto che due ipotesi alla base del Piano (e segnatamente la residua edificabilità del compendio di Villa la Massa ed il rinnovo per il periodo successivo al 2021 dei contratti che assicurano a Villa D'Este l'uso degli immobili dei due hotel di Como), per quanto del tutto ragionevoli alla luce delle informazioni disponibili alla data odierna, dipendono in parte da elementi esogeni e come tali caratterizzati da obiettivi fattori d'incertezza. Conseguentemente, si è ritenuto di determinare il valore del capitale economico di Villa d'Este in un *range* la cui forchetta esprime il valore ascrivibile alla stessa a seconda del verificarsi o meno di entrambe le ipotesi in questione.

Sulla base dei criteri suesposti, l'indicazione provvisoria di un valore del capitale economico di

Villa d'Este, al 31 dicembre 2014, è stata ritenuta stimabile in un range compreso tra:

$$W = \text{euro } 380.103.000 \text{ e}$$

$$W = \text{euro } 372.098.000.$$

Considerato che, al momento, i due valori mostrano caratteristiche tali da farle definire come equipossibili e d'altro canto mancano elementi per attribuire a ciascuno d'essi un grado di maggiore o minore probabilità rispetto all'altro, e considerato altresì che i due valori differiscono tra loro in misura piuttosto ridotta, si è ritenuto ragionevole, confortati anche dal conforme parere del Prof. Cattaneo, di determinare il valore di W nel valore medio tra i due valori sopra esposti, arrotondato a

$$\mathbf{W = \text{euro } 376.000.000}$$

2.4.5 La valutazione di Finanziaria Lago

2.4.5.1 La stima del valore economico (W1) del capitale di Finanziaria Lago

Finanziaria Lago è stata costituita in data 6 novembre 2007 ed ha sede in Mariano Comense (CO), Via Trieste 17.

Finanziaria Lago detiene la partecipazione di controllo in Villa d'Este che, al 31 dicembre 2014, risulta pari al 69,31% del capitale. In parallelo, sempre al 31 dicembre 2014, Finanziaria Lago è debitrice verso Intesa San Paolo S.p.A. e Banca Popolare di Sondrio per l'ammontare di euro 113.920.000 quale residuo del contratto di finanziamento finalizzato all'acquisizione.

Finanziaria Lago, in qualità di controllante di Villa d'Este, redige, in modalità IAS/IFRS e secondo il metodo integrale, il bilancio consolidato di gruppo. Le due società operano anche in regime di consolidato fiscale. Il bilancio consolidato non ha avuto rilievo nelle valutazioni in quanto la valutazione dei capitali delle due società coinvolte nella fusione è avvenuta considerando, per ciascuna d'esse, la rispettiva situazione patrimoniale, economica e finanziaria in ipotesi *stand alone*.

2.4.5.2 La scelta dei criteri di valutazione

Si è cercato di adottare, per le due Società Partecipanti alla Fusione, criteri di valutazione tra loro massimamente omogenei: ciò nell'ambito della ricerca di un risultato finale (il rapporto di cambio) che meglio esprima l'esito di un confronto tra valori relativi tra loro comparabili.

Quanto a Villa d'Este, la realizzazione di tali obiettivi ha condotto a scegliere la tecnica della Somma delle Parti che ha, poi, implicato la stima del Valore di Mercato di due complessi immobiliari e di quattro gestioni alberghiere, utilizzando i metodi di valutazione, diretti e indiretti, descritti in precedenza.

La stessa logica è stata seguita anche nel caso di Finanziaria Lago, che peraltro è apparso più semplice rispetto a quello di Villa d'Este.

Per la stima di W1, cioè del valore economico del capitale di Finanziaria Lago, la teoria e la

pratica hanno suggerito unanimemente il ricorso all'impiego del Metodo Patrimoniale Semplice. Tale Metodo implica, nel caso di specie, di rettificare il patrimonio netto contabile (K) della società *holding* (Finanziaria Lago) alla data di riferimento della stima, sostituendo il Valore di Mercato della partecipazione detenuta a quello contabile di precedente iscrizione. Tale operatività conduce a sostituire il 69,31% del W attribuito a Villa d'Este nell'ambito di questa stima (in cui W = euro 376 milioni) al valore storico d'iscrizione della partecipazione nel bilancio civilistico al 31 dicembre 2014 di Finanziaria Lago. Così facendo, si raggiunge l'obiettivo di assicurare la massima omogeneità possibile nel confronto tra W (valore economico del capitale di Villa d'Este) e W1 (valore economico del capitale di Finanziaria Lago).

2.4.5.3 La Situazione Patrimoniale di Finanziaria Lago ai fini della fusione con Villa d'Este

Il punto di partenza della valutazione è dato dalla situazione patrimoniale di Finanziaria Lago al 31 dicembre 2014. Essa si compendia, per riassunto, come qui di seguito riportato.

Immobilizzazioni	267.514.534	Passività	253.179.986
Attivo circolante	24.193.267	Patrimonio netto	38.527.815
<hr/>			
Totale	291.707.801	Totale	291.707.801
<hr/>			

Se, nella situazione patrimoniale di Finanziaria Lago al 31 dicembre 2014, al valore contabile della partecipazione in Villa d'Este si sostituisce quello che rappresenta la corrispondente quota parte del valore economico W del capitale di quest'ultima, si ha una nuova situazione patrimoniale di Finanziaria Lago.

In essa, il minor valore delle Immobilizzazioni dipende dal fatto che, mentre nel bilancio civilistico di Finanziaria Lago il valore della partecipazione in Villa d'Este comprende anche il premio di controllo pagato in sede di acquisizione, il corrispondente valore iscritto nella nuova situazione patrimoniale è pari alla sola quota parte di W spettante a Finanziaria Lago sulla base dell'assunzione della pariteticità dei valori azionari unitari spettanti a ciascun socio.

Immobilizzazioni	260.605.600	Passività	253.179.986
Attivo circolante	24.193.267	Patrimonio netto	31.618.881

Totale	284.798.867	Totale	284.798.867
--------	-------------	--------	-------------

Ciò assunto come punto di partenza, occorre però considerare altresì che Finanziaria Lago ha redatto, al 31 dicembre 2014 (in aggiunta alla già citata bozza di bilancio in pari data) anche una situazione patrimoniale pro forma contenente i valori che sarebbero stati oggetto di successiva modificazione in conseguenza di interventi sulla struttura patrimoniale della società da realizzare proprio in previsione della prospettata Fusione, e tali da incidere sulla valutazione di W1 al fine della determinazione del rapporto di cambio.

Gli interventi modificatori della struttura patrimoniale e finanziaria di Finanziaria Lago, prima della fusione con Villa d'Este e comprese nella Situazione Patrimoniale pro forma redatta al 31 dicembre 2014, attengono a tre fattispecie.

La prima ha per oggetto l'aumento di capitale di Finanziaria Lago da euro 40.000.000 fino a euro 155.000.000, deliberato nel corso dell'Assemblea Straordinaria del 29 aprile 2015 come da verbale redatto dal Notaio Caspani di Como, rep.67647/27184. Come risulta da apposita certificazione rilasciata dall'organo amministrativo di Finanziaria Lago, alla data dell'approvazione del Progetto di Fusione da parte del Consiglio di Amministrazione, tale aumento di capitale risultava già stato interamente sottoscritto ed il relativo debito da sottoscrizione interamente saldato mediante compensazione, sino a concorrenza del prezzo di sottoscrizione, di parte del debito indicato in bilancio che Finanziaria Lago aveva verso i suoi azionisti a titolo di finanziamento soci.

La seconda riguarda la cessione a terzi, al valore nominale di euro 10.000, dell'intero capitale di una società a responsabilità limitata, peraltro risultata sempre priva di alcuna operatività. Alla data dell'approvazione del Progetto di Fusione da parte del Consiglio di Amministrazione, anche tale operazione risultava integralmente eseguita (anche con il pagamento del prezzo), segnatamente in data 08 maggio 2015, come da atto di vendita in autentica Notaio Caspani di Como, rep. 67699/27201.

La terza si riferisce al rimborso ai titolari, da parte di Finanziaria Lago, del residuo ammontare del finanziamento soci, che risulterà così totalmente eliminato dai conti di Finanziaria Lago. L'esecuzione dell'operazione, alla quale il perfezionamento della Fusione è subordinato, è comunque programmata prima del 30 giugno 2015 e in ogni caso prima che si svolga l'Assemblea che sarà chiamata a deliberare sulla Fusione.

Qui di seguito viene riportata la situazione patrimoniale di Finanziaria Lago pro forma, riferita al 31 dicembre 2014, comprensiva sia della rettifica del valore delle partecipazioni detenute in Villa d'Este (in conseguenza della sopra riportata stima del relativo capitale economico) sia delle operazioni di modificazione della struttura patrimoniale della società da realizzare prima della prospettata Fusione.

Immobilizzazioni	260.605.600	Passività	114.379.986
------------------	-------------	-----------	-------------

Attivo circolante	393.267	Patrimonio netto	146.618.881
<hr/>			
Totale	260.998.867	Totale	260.998.867
<hr/> <hr/>			

Tenuto conto delle assunzioni via via accolte e utilizzate, il valore economico W1 del capitale di Finanziaria Lago al 31 dicembre 2014 si ritiene essere pari all'ammontare del relativo Patrimonio Netto come sopra indicato, arrotondato a:

W1 = euro 146.600.000

2.4.6 Conclusione: il Rapporto di Cambio.

Sulla base delle valutazioni espresse nei paragrafi precedenti, su cui tutti gli esperti consultati concordano, e rapportando il valore economico dell'Incorporante all'attuale numero di azioni dalla stessa emesse, si è quindi proceduto a determinare, anzitutto, quale dovrebbe essere post Fusione il capitale sociale dell'Incorporante (prescindendo in questa sede dalla necessità di annullare le azioni proprie che la stessa verrebbe a detenere per effetto della Fusione), e quindi quale dovrebbe essere l'importo complessivo, sia per valore nominale sia per numero di azioni emittende, dell'aumento di capitale deliberando a servizio della Fusione. Infine, rapportando tale importo complessivo all'attuale numero delle azioni emesse dall'Incorporanda (pari a n. 155.000.000), si è individuato il rapporto di cambio conseguente alle valutazioni che precedono.

L'applicazione puntuale dei predetti criteri portava a determinare il rapporto di cambio nel numero di 0,01497417. Poiché però tale numero, rapportato alle n. 155.000.000 azioni dell'Incorporanda, avrebbe portato a determinare in un numero frazionario l'ammontare delle azioni emittende a servizio della Fusione, si è arrotondato il numero stesso a

0,0149742

L'importo nominale dell'aumento di capitale a servizio della Fusione sarà quindi di complessivi euro 1.206.920,52, ed agli attuali azionisti di FinLago saranno assegnate complessivamente n. 2.321.001 azioni da nominali euro 0,52 cadauna in ragione di n. 0,0149742 azioni Villa d'Este di nuova emissione, da nominali euro 0,52 cadauna, per ogni azione ordinaria FinLago conferita alla Fusione. Non sono previsti conguagli in denaro.

Le azioni Villa d'Este assegnate in concambio agli azionisti dell'Incorporanda saranno, al pari delle azioni Villa d'Este già esistenti, emesse in regime di dematerializzazione e soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A.. Il concambio verrà effettuato per il tramite degli intermediari autorizzati con le modalità e nei termini della gestione accentrata, senza alcun onere o spesa a carico degli azionisti.

Tutte le azioni ordinarie dell'Incorporante che verranno assegnate in concambio agli azionisti dell'Incorporanda avranno godimento, caratteristiche e diritti identici alle azioni ordinarie dell'Incorporante oggi in circolazione.

Nella determinazione del rapporto di cambio non si sono incontrate difficoltà di valutazione.

Come già rilevato, la congruità del suddetto Rapporto di Cambio è stata confermata anche da parte dell'Esperto Comune, Dott. Sandro Litigio, con Studio in Como, Via Rezzonico 61, nominato dal Tribunale di Milano su istanza congiunta delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, quarto comma, del codice civile.

Contestualmente all'efficacia della Fusione, l'Incorporante provvederà ad annullare le n. 4.126.243 azioni Villa d'Este attualmente detenute dall'Incorporanda (che ad esito della Fusione verrebbero a configurare in capo all'Incorporante azioni proprie). Conseguentemente, ad esito della Fusione il capitale dell'Incorporante risulterà fissato in complessivi nominali euro 2.157.094,16 e rappresentato da n. 4.148.258 azioni da nominali euro 0,52 cadauna.

In conseguenza dell'incidenza, nella stima del capitale economico della controllante FinLago, del debito bancario che sarà trasferito a Villa d'Este attraverso la proposta Fusione, e per effetto del rapporto di cambio come sopra determinato, a seguito della Fusione gli attuali azionisti di minoranza di Villa d'Este risulteranno incrementare la propria partecipazione. Per converso, in conseguenza dell'estinzione di FinLago e del fatto che le azioni emittende a servizio della Fusione sarebbero assegnate ai relativi azionisti, a seguito della Fusione verrà meno la presenza di un azionista di controllo su Villa d'Este.

Le informazioni sopra riportate sono state riprodotte coerentemente con il contenuto della relazione di stima redatta dal Prof. Cattaneo e, per quanto a conoscenza di Villa D'Este, non vi sono omissioni che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli.

2.4.7 Le Considerazioni Conclusive dell'Esperto Comune.

Sulla base della documentazione esaminata, delle procedure seguite, delle finalità e della rilevanza del compito e della responsabilità attribuita, l'Esperto Comune, a conclusione della propria relazione, ha dichiarato di ritenere che *“i metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi di Villa d'Este S.p.A. e Finanziaria Lago S.p.A., con il supporto dei loro consulenti esterni, siano adeguati, in quanto ritenuti ragionevoli e correttamente applicati al fine della determinazione del rapporto di cambio delle azioni contenuto nel progetto di fusione.*

Sulla base dell'esame del Piano economico – finanziario post fusione di Villa d'Este S.p.A. e delle sottostanti ipotesi, tenuto altresì conto della relazione PricewaterhouseCoopers S.p.A. ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del cod. civ.”, l'Esperto Comune ha aggiunto “di non essere venuto a conoscenza di fatti o situazioni da far ritenere che allo stato le indicazioni contenute nel progetto di fusione in merito alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione non siano ragionevoli”.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione

La Fusione produrrà effetti civilistici a partire dall'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese previste dall'art. 2504, del codice civile o dalla diversa successiva data eventualmente stabilita in sede di stipula dell'atto di fusione. A decorrere da tale data, Villa d'Este subentrerà a

Finanziaria Lago in tutti i rapporti di cui Finanziaria Lago era precedentemente parte, assumendone tutti i correlati diritti ed obblighi. Ai fini contabili e fiscali, le operazioni dell'Incorporanda saranno imputate al bilancio dell'Incorporante a decorrere dal 1 gennaio 2015.

Quanto alle risorse finanziarie per il soddisfacimento delle obbligazioni facenti capo all'Incorporante, di cui all'art. 2501-*bis*, secondo e terzo comma, del codice civile, gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione hanno elaborato delle previsioni economico-finanziarie post-Fusione proiettate sull'intera durata del debito che farà capo alla società risultante dalla Fusione anche a seguito della rinegoziazione del Finanziamento Esistente (le "**Proiezioni**").

Le Proiezioni sono state elaborate sulla base di una situazione patrimoniale proforma al 31 dicembre 2014 ("**Situazione Patrimoniale Proforma**") corrispondente al bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 di FinLago, sottoposto a revisione legale dei conti da parte di PriceWaterhouseCoopers S.p.A., proformato per tenere conto delle modifiche alla situazione patrimoniale avvenute nei primi mesi del 2015 in via prodromica alla prospettata Fusione.

Le Proiezioni sono state predisposte sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, in continuità con la Situazione Patrimoniale Proforma.

Le Proiezioni sono state sviluppate per il periodo 2015-2019 a partire dalla Situazione Patrimoniale Proforma e dal Piano 2015-2017 di Villa d'Este (il "**Piano**"), integrato con le proiezioni per gli anni 2018-2019, approvato dal Consiglio di Amministrazione il 1 aprile 2015. Si è inoltre tenuto conto dell'aggiornamento del Piano approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 28 maggio 2015. Il periodo successivo fino al 2027, anno di scadenza del debito finanziario, è il risultato di una proiezione inerziale a un saggio di crescita dell'1%, anch'essa approvata in data 28 maggio 2015.

Il progetto strategico sottostante al Piano mira a cogliere il potenziale di crescita di valore presente negli hotel di Villa D'Este, cogliendo le opportunità di sviluppo del mercato dell'*hotellerie* di fascia alta attraverso il completamento dei programmi di investimento e il costante miglioramento dei servizi offerti alla clientela. Le Proiezioni riflettono le linee guida identificate dal management con riguardo a (i) lo sviluppo del potenziale di crescita del Grand Hotel Villa D'Este; (ii) il riposizionamento dell'Hotel Villa La Massa in seguito al completamento della riqualificazione della struttura e all'innalzamento degli standard qualitativi; (iii) la valorizzazione degli investimenti effettuati sugli hotel 4 stelle (Hotel Barchetta Excelsior e Palace Hotel).

I principali elementi del Piano e delle Proiezioni sono i seguenti:

- a) il conto economico è stato elaborato attraverso l'aggregazione dei conti economici per hotel, formulati attraverso ipotesi distinte e coerenti con le caratteristiche di ciascun hotel in termini di driver di ricavo e di costo;
- b) i ricavi attinenti a ciascuna struttura alberghiera sono stati sviluppati sulla base delle seguenti principali ipotesi:
 - Villa D'Este: (i) un incremento del numero di camere a seguito della ristrutturazione e impiego di Villa Garrovo nell'ambito dell'*hotellerie*; (ii) un incremento ragionevole, sulla base delle aspettative di crescita del settore, sia

del tasso di occupazione, con conseguente effetto anche sul numero di coperti e sui ricavi dell'area ristorazione, sia dei prezzi medi praticati;

- Villa La Massa: (i) un incremento del numero di camere, in coerenza con il piano degli investimenti in essere; (ii) un incremento dei volumi in termini di camere occupate e coperti dell'area ristorazione, coerente con le potenzialità dell'area e gli investimenti effettuati; (iii) un aumento dei prezzi medi in relazione alla nuova immagine e ai nuovi standard di servizio;
 - Hotel Barchetta Excelsior e Palace Hotel: un incremento dei volumi e dei prezzi medi, in ragione degli interventi di ristrutturazione recentemente effettuati e delle prospettive di sviluppo del mercato di riferimento;
- c) i costi attinenti alle aree di business di ciascuna struttura alberghiera e i costi di struttura sono stati sviluppati in coerenza con i saggi di sviluppo dei volumi dianzi indicati;
- d) il rinnovo a scadenza del contratto di locazione immobiliare relativo all'Hotel Barchetta Excelsior e del contratto di affitto di ramo d'azienda relativo al Palace Hotel;
- e) il piano degli investimenti è stato elaborato per ciascuna realtà alberghiera e tiene conto, in particolare, dell'ampliamento delle camere di Villa D'Este e del progetto di riqualificazione e ampliamento di Villa La Massa; gli ammortamenti sono stati proiettati sulla base delle immobilizzazioni in essere e dei nuovi investimenti;
- f) l'indebitamento finanziario tiene conto della ristrutturazione del debito residuo con l'emissione di un nuovo finanziamento ipotecario a medio lungo termine per un importo massimo complessivo pari a euro 80.000.000 (cfr. sopra). Con riferimento alla tranche B di tale finanziamento, nello sviluppo del Proiezioni si è ipotizzato, tenendo conto delle previsioni di investimento, l'utilizzo dell'importo complessivo massimo di euro 10 milioni, assumendo un'erogazione di euro 7 milioni al 30 giugno 2016 e di euro 3 milioni al 30 giugno 2017. Gli oneri finanziari sono stati stimati sulla base delle nuove condizioni negoziate;
- g) nell'elaborazione delle Proiezioni si è tenuto conto degli oneri previsti per l'operazione di Fusione;
- h) il calcolo delle imposte è stato sviluppato sulla base della normativa fiscale vigente;
- i) si è ipotizzato il pagamento di un dividendo pari a euro 1 milione in ciascun anno di Proiezione.

Per una migliore comprensione delle dinamiche economiche e finanziarie che caratterizzano le Proiezioni, si riporta una tabella riepilogativa delle principali voci di Conto Economico e Stato Patrimoniale.

<i>Dati in €/000</i>	2015	%	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%
Ricavi totali	48.078		51.625		56.025		58.467		60.776	
EBITDA	12.945	26,9%	14.989	29,0%	18.235	32,5%	19.849	33,9%	21.375	35,2%
EBIT	11.841	24,6%	13.476	26,1%	16.487	29,4%	18.101	31,0%	19.627	32,3%
Oneri finanziari netti	-1.901	-4,0%	-1.723	-3,3%	-1.794	-3,2%	-1.764	-3,0%	-1.673	-2,8%
Risultato Netto	6.100	12,7%	8.171	15,8%	10.341	18,5%	11.498	19,7%	12.636	20,8%
Posizione Finanziaria Netta	-66.432		-65.662		-55.042		-44.201		-32.184	
Patrimonio Netto	252.515		259.686		269.026		279.525		291.161	

I flussi finanziari calcolati sulla base delle Proiezioni fino al 2019 mostrano la presenza di un flusso monetario della gestione operativa adeguato rispetto all'entità dei previsti rimborsi dei finanziamenti, come evidenziato dalla tabella nel seguito riportata.

<i>Dati in €/000</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo iniziale Posizione Finanziaria Netta	-65.062	-66.432	-65.662	-55.042	-44.201
Flusso di cassa generato (assorbito) dalla gestione operativa	7.905	11.706	14.320	15.465	16.494
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di investimento	-6.373	-8.212	-906	-1.860	-1.804
Flusso di cassa generato (assorbito) dalla gestione finanziaria e dalla distribuzione dei dividendi	-2.901	-2.723	-2.794	-2.764	-2.673
Saldo finale Posizione Finanziaria Netta	-66.432	-65.662	-55.042	-44.201	-32.184
<i>di cui:</i>					
(1) Disponibilità liquide	3.568	8.838	17.258	22.199	28.116
(2) Indebitamento finanziario	-70.000	-74.500	-72.300	-66.400	-60.300

Uno stress test operato rispetto ai ricavi e ai margini della gestione operativa conforta le conclusioni sopra indicate.

Con riguardo al periodo successivo, fino al 2027 non si evidenziano possibili tensioni finanziarie, ma la generazione di una eccedenza di cassa già in tempi precedenti alla data di prevista estinzione del debito.

Peraltro, tali conclusioni sono confortate dall'analisi delle Proiezioni svolta da EY, con riguardo alla sostenibilità del debito e delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione.

Anche l'Esperto Comune, Dott. Litigio, ha giudicato le predette conclusioni ragionevoli, ai sensi degli artt. 2501-*bis*, quarto comma, e 2501-*sexies*, primo e secondo comma, del codice civile.

2.6 Incidenza dell'operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Villa d'Este e/o di società da quest'ultima controllate

In conseguenza della Fusione non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Villa d'Este né di alcuna delle società dalla stessa controllate.

2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Villa d'Este coinvolti nella Fusione

Nella Fusione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e dirigenti di Villa d'Este.

Si rinvia, in ogni caso, a quanto già osservato nei Paragrafi 1.1 e 2.2.

2.8 Descrizione della procedura di approvazione del Progetto di Fusione

Come anticipato in Premessa, la Fusione rientra tra le “operazioni di maggiore rilevanza tra parti correlate”, in quanto le sue caratteristiche sono tali da determinare il superamento di almeno una delle soglie di “rilevanza” previste dall'Allegato 3 del Regolamento Parti Correlate.

Peraltro, essendo Villa D'Este società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, in relazione alla Fusione è applicabile la procedura prevista per le “operazioni di minore rilevanza” ai sensi del combinato disposto degli artt. 7 e 10 del Regolamento Parti Correlate.

Tale procedura prevede che, qualora non vi siano tra i consiglieri almeno due amministratori indipendenti non correlati, siano adottati presidi sostitutivi a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione. A tal fine, il Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este ha nominato il Prof. Mario Cattaneo, Professore Emerito di Finanza Aziendale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, quale esperto indipendente, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 2391-*bis* del codice civile e nel rispetto della Procedura Parti Correlate Villa D'Este e del Regolamento Parti Correlate, incaricandolo di redigere la relazione di stima del valore economico di Villa d'Este al fine della determinazione del rapporto di cambio relativo alla Fusione.

Il professionista come sopra incaricato, è stato coinvolto fin dalla fase propedeutica all'assunzione della deliberazione del Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este che ha approvato il Progetto di Fusione e la relativa Relazione Illustrativa, ed ha svolto il proprio incarico, avvalendosi dell'assistenza di *advisor* di alto profilo e comprovata esperienza nei settori di propria competenza, in particolare, della società REAG, per la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà di Villa D'Este, e della società EY per l'analisi dei piani economico-finanziari di Villa D'Este 2015-2019, di transazioni immobiliari comparabili e dei multipli di mercato da utilizzare nella valutazione delle gestioni alberghiere.

La relazione del Prof. Cattaneo è stata consegnata in data 18 maggio e le sue conclusioni sono state integralmente recepite dal Consiglio di Amministrazione di Villa d'Este nella redazione del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori.

Il Progetto di Fusione è stato, quindi, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Villa D'Este e dall'Amministratore Unico di Finanziaria Lago in data 28 maggio 2015. Per quanto in particolare concerne Villa D'Este, il Consiglio di Amministrazione ha approvato all'unanimità il Progetto di Fusione e la Relazione Illustrativa.

Il Consiglio di Amministrazione di Villa d'Este e l'Amministratore Unico di Finanziaria Lago sottoporranno l'approvazione della Fusione alle rispettive Assemblee straordinarie degli azionisti convocate per il giorno 29 giugno 2015, in prima convocazione, e per il giorno 7 luglio 2015, in seconda convocazione.

2.9 Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni

La fattispecie descritta non è applicabile alla Fusione.

Per il Consiglio di Amministrazione di Villa d'Este S.p.A.

Il Vice Presidente

ALLEGATI

- 1.** Progetto di Fusione
- 2.** Relazione dell'Esperto Comune.