

**Immobiliare Grande Distribuzione Società di
Investimento Immobiliare Quotata S.p.A.**

**Relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo
2441 quarto comma, secondo periodo del Codice Civile**

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE ai sensi dell'articolo 2441 quarto comma, secondo periodo del Codice Civile

Agli Azionisti
della Immobiliare Grande Distribuzione
Società di Investimento Immobiliare Quotata S.p.A.

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Siamo stati informati dal Consiglio di Amministrazione della Immobiliare Grande Distribuzione Società di Investimento Immobiliare Quotata S.p.A. (nel seguito "IGD" o la "Società") della decisione di convocare l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, prevista in prima convocazione per il 19 aprile 2012 ed in seconda convocazione per il 20 aprile 2012, per sottoporre alla sua approvazione un aumento del capitale sociale a pagamento riservato esclusivamente ai soggetti aventi diritto al dividendo per l'esercizio 2011, per un importo complessivo massimo di Euro 19.089.451, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo (l'"Aumento di Capitale"). L'Aumento di Capitale sarà effettuato, nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, mediante emissione di azioni ordinarie prive dell'indicazione del valore nominale, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile. Il tutto previa modifica dello statuto della Società che permetta l'eliminazione del valore nominale delle azioni.

Tale Aumento di Capitale, il cui importo massimo sarà pari all'80% dell'ammontare complessivo dell'utile che sarà distribuito ai propri azionisti a titolo di dividendo per l'esercizio 2011, è riservato in via esclusiva ai soggetti aventi diritto al dividendo per l'esercizio 2011, consentendo così a tali soggetti di poter utilizzare le somme ricevute a titolo di dividendo per la sottoscrizione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale, permettendo inoltre alla Società di rafforzare la propria dotazione patrimoniale.

A tal fine abbiamo ricevuto la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione relativa all'aumento di capitale sociale riservato con esclusione del diritto di opzione. Tale relazione illustrativa è stata approvata in data 8 marzo 2012, data in cui il Consiglio di Amministrazione ha determinato il criterio al quale attenersi per determinare il prezzo di emissione delle azioni.

Con riferimento al prezzo di emissione delle azioni, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno proporre all'Assemblea di non fissare in sede assembleare il definitivo prezzo di emissione delle azioni, ma di determinare i criteri a cui il Consiglio di Amministrazione si dovrà successivamente attenere per determinare il prezzo di emissione delle azioni.

In qualità di revisori incaricati della revisione legale dei conti del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Società, ai sensi del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, esprimiamo nel seguito il nostro parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni Immobiliare Grande Distribuzione al valore di mercato stesso delle azioni ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile. In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione come di seguito descritto, il nostro parere viene espresso esclusivamente in relazione all'adeguatezza dei criteri utilizzati dagli Amministratori ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse al momento di esecuzione dell'aumento di capitale.

La presente relazione riporta pertanto i criteri utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali criteri sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà.

Per esaminare i criteri proposti dagli Amministratori nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE E DEL CRITERIO UTILIZZATO PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nella riunione del 8 marzo 2012 il Consiglio di Amministrazione ha deciso di convocare l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti per sottoporre alla sua approvazione la proposta di aumento di capitale della Società, a pagamento riservato esclusivamente ai soggetti aventi diritto al dividendo per l'esercizio 2011, per un importo complessivo massimo di Euro 19.089.451, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo. L'Aumento di Capitale sarà effettuato, nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, mediante emissione di azioni ordinarie prive dell'indicazione del valore nominale, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile.

Le azioni di nuova emissione saranno offerte in sottoscrizione dalla Società, mediante stacco di una cedola non negoziabile e non trasferibile, ai soggetti aventi diritto al dividendo per l'esercizio 2011.

Con riferimento al prezzo di emissione delle nuove azioni, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno proporre di non fissare in sede assembleare il definitivo prezzo di emissione delle azioni, ma di determinare i criteri ai quali attenersi per determinare lo stesso prezzo di emissione delle azioni in sede di esecuzione dell'aumento di capitale sociale.

La proposta del Consiglio di Amministrazione prevede che l'Assemblea Straordinaria determini i criteri ai quali il Consiglio di Amministrazione stesso dovrà attenersi, in una prossima riunione da convocarsi nei giorni immediatamente precedenti l'avvio del periodo di offerta in sottoscrizione delle azioni, per la fissazione del prezzo finale di emissione delle azioni.

Tale scelta, diffusa e consolidata nella prassi di mercato, è ritenuta dagli Amministratori opportuna proprio in considerazione della prescrizione di legge che impone che, per gli aumenti

di capitale ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, il prezzo di emissione "*corrisponda al valore di mercato delle azioni*". Stante il lasso temporale che intercorrerà tra la delibera di Aumento di Capitale e la sua esecuzione, appare infatti opportuno agli Amministratori che, in prossimità dell'offerta delle azioni, sia accertato secondo i criteri di seguito stabiliti quale sia il valore di mercato delle azioni al momento dell'attuazione della delibera di Aumento di Capitale. Qualora, infatti, si procedesse sin da subito a stabilire un prezzo fisso di emissione delle azioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene che potrebbe sorgere il rischio che tale prezzo, al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale, non corrisponda al valore di mercato delle medesime.

Ai fini di un supporto specifico sull'operazione e dell'analisi in merito all'individuazione dei criteri più idonei per la determinazione di un prezzo di emissione corrispondente al valore di mercato delle azioni, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., primaria istituzione finanziaria con una significativa esperienza nell'ambito di operazioni di collocamento di titoli azionari, quale *advisor* finanziario, e di Chiomenti Studio Legale, quale *advisor* legale.

Al riguardo, in assenza di operazioni con caratteristiche analoghe realizzate in Italia, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno concentrare l'analisi su operazioni effettuate in Europa da emittenti quotati che prevedono l'attribuzione agli azionisti della facoltà di reinvestire tutto o parte del dividendo loro spettante in azioni di nuova emissione. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha analizzato le emissioni di azioni realizzate recentemente da taluni emittenti francesi e spagnoli, connesse alla distribuzione di dividendi. In tali ipotesi, il prezzo è stato determinato facendo riferimento alla media dei prezzi rilevati in un determinato arco temporale che varia da 5 a 20 giorni di borsa aperta.

Nel caso di specie, sulla base delle analisi effettuate, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che, ai fini dell'individuazione di un prezzo di emissione "*corrispondente al valore di mercato delle azioni*", non si possa prescindere dal prezzo di borsa più recente del titolo IGD, in quanto rappresentativo del valore attribuito alla Società dagli investitori in quel momento e risultato della chiusura di numerosi scambi di vendita e acquisto. Tenendo conto delle caratteristiche dell'azione IGD, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno prendere a riferimento una media di prezzi ufficiali rilevati in un arco temporale che può variare dai 5 ai 10 giorni di borsa aperta, al fine di evitare l'impatto di singole rilevazioni che possano risentire della liquidità limitata degli scambi.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha individuato quale parametro oggettivo per la determinazione del prezzo di emissione la media aritmetica dei Prezzi Ufficiali dell'azione IGD rilevati negli 8 giorni di borsa aperta antecedenti alla data del Consiglio di Amministrazione che fisserà il suddetto prezzo.

Detto prezzo, così individuato, sarà rettificato sulla base delle prassi di mercato detraendo l'ammontare del dividendo relativo all'esercizio 2011 - che è previsto che sia distribuito in una data successiva alla determinazione del prezzo di emissione da parte del Consiglio di Amministrazione - e applicando un determinato sconto.

Dall'analisi di operazioni analoghe effettuate in Francia, è risultato che lo sconto applicato alla media dei prezzi rilevati è stato pari in media a circa il 10%; tale sconto è stato introdotto, tra

l'altro, al fine di contenere i rischi di variazione in diminuzione del prezzo del titolo tra la data della fissazione del prezzo e il momento in cui l'azionista può esercitare la facoltà di richiedere le azioni di nuova emissione in luogo del dividendo in denaro.

Nel caso di specie, ai fini della determinazione dello sconto, è opportuno tenere presente la volatilità dell'azione, il lasso temporale tra la determinazione del prezzo e l'adesione all'aumento, la mancanza di un incentivo fiscale al reinvestimento - elemento che caratterizza invece l'ordinamento francese e spagnolo e, conseguentemente, i precedenti sopra indicati - nonché le attuali condizioni di mercato e la prassi di mercato per operazioni di collocamento.

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di proporre all'Assemblea quale criterio di fissazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale la media aritmetica dei Prezzi Ufficiali dell'azione IGD rilevati negli 8 giorni di borsa aperta antecedenti alla data del Consiglio di Amministrazione che fisserà il suddetto prezzo, rettificata (i) detraendo l'ammontare del dividendo relativo all'esercizio 2011 e (ii) applicando uno sconto fino a un massimo del 10%.

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre ritenuto di individuare un prezzo minimo di emissione delle azioni proponendo all'Assemblea che il prezzo di emissione non possa comunque essere inferiore a Euro 0,62, pari alla media aritmetica dei Prezzi Ufficiali dell'azione IGD rilevati nei 3 mesi antecedenti all'8 marzo 2012 - data di approvazione della relazione degli Amministratori - rettificata detraendo l'ammontare del dividendo proposto in relazione all'esercizio 2011 e applicando uno sconto del 12% e pertanto il numero massimo teorico di azioni da emettere è di 30.789.437.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E LAVORO SVOLTO

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 illustrativa del Consiglio di Amministrazione relativa all'Aumento di Capitale approvata in data 8 marzo 2012;
- b) la bozza di delibera dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti della Società da tenersi in data 19 aprile 2012, in prima convocazione, in merito al suddetto deliberando aumento di capitale sociale riservato con le conseguenti modifiche dello Statuto sociale;
- c) il bilancio consolidato della Società chiuso al 31 dicembre 2011, da noi assoggettato a revisione legale dei conti, sul quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione in data 23 marzo 2012;
- d) lo Statuto vigente della Società;
- e) ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Il nostro lavoro ha comportato, tra l'altro:

- l'esame critico dei criteri stabiliti dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, ai fini di riscontrarne il contenuto ragionevole, motivato e non arbitrario, ed il rispetto con i criteri previsti dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile;
- lo svolgimento di considerazioni di carattere valutativo e di analisi ritenute necessarie per l'accertamento della ragionevolezza del criterio stabilito dal Consiglio di Amministrazione della Società (ed oggetto di approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti della Società da tenersi in data 19 aprile 2012) ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- la verifica dell'andamento delle quotazioni di borsa della Società fino alla data di emissione della presente relazione oltre al riscontro di altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- l'analisi di operazioni di mercato simili al fine di verificare che i criteri di determinazione del prezzo di mercato e della percentuale di sconto fossero in linea con quanto solitamente praticato da terze società per operazioni similari;
- la raccolta, attraverso discussione con la Direzione della Società, di informazioni circa gli eventi avvenuti dopo la chiusura del bilancio consolidato della Società per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei criteri oggetto del presente esame;
- la lettura dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'anno 2012 fino alla data odierna.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non si sono verificate modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. CONSIDERAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI CRITERI ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, quarto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve "corrispondere al valore di mercato delle azioni". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il criterio del valore di mercato debba sostituire i due parametri del valore del patrimonio netto e dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre previsti dal sesto comma del citato articolo con una inversione rispetto alla regola che indica il primo quale criterio base nella fissazione del prezzo ed assegna al secondo una funzione meramente correttiva.

La disciplina di cui all'art. 2441, quarto comma del Codice Civile, di relativa recente introduzione nel nostro ordinamento, comporta alcune difficoltà nell'interpretazione delle nozioni di "valore di mercato" e di "corrispondenza" a quest'ultimo del prezzo di emissione delle azioni.

Ciononostante, si rileva che secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve necessariamente coincidere con il prezzo puntuale delle azioni "alla data" di assegnazione; ciò lascia un certo margine di discrezionalità agli Amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore di borsa delle azioni a tale data. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma al valore di mercato delle azioni 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.

Si segnala che la scelta operata dagli Amministratori circa i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni in applicazione dell'art. 2441 quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, parrebbe conciliare quanto sostenuto sia da alcuna dottrina la quale, in presenza di società con un certo flottante, riconosce l'utilizzabilità di criteri che facciano riferimento alle quotazioni di periodi di tempo limitati a ridosso dell'emissione, sia da diversa dottrina che si richiama, in termini generali, all'opportunità di utilizzare valori medi di mercato anche al fine di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa. Tuttavia la dottrina disponibile sul tema è ad oggi molto limitata e comunque in via di formazione, mancando pertanto una posizione consolidata a riguardo. Peraltro, la scelta operata dagli Amministratori risulta comunque motivata e coerente con le attuali caratteristiche dell'operazione, del titolo e dell'emittente, nonché dei destinatari del collocamento.

Con riguardo al valore di mercato, gli Amministratori hanno indicato nella relazione illustrativa che il prezzo di borsa deve intendersi come effettivamente rappresentativo del valore di mercato del titolo stesso in quel momento. Di conseguenza hanno indicato come ragionevole che il prezzo di borsa cui fare riferimento sia quello più recente, stabilendo come prezzo di mercato *"la media aritmetica dei Prezzi Ufficiali dell'azione IGD rilevati negli 8 giorni di borsa aperta antecedenti alla data del Consiglio di Amministrazione che fisserà il suddetto prezzo"*, che rappresenterà quindi il punto base per la valutazione, in quanto rappresentativo del valore attribuito alla società dal mercato in quel momento e risultato della chiusura di numerosi scambi di vendita/acquisto. Tale media sarà opportunamente rettificata *"detraendo l'ammontare del dividendo relativo all'esercizio 2011"*.

Occorre inoltre rilevare che il riferimento al valore di mercato operato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile, se sembra implicare di regola un riferimento ai prezzi di borsa, non esclude tuttavia l'applicabilità di un qualche correttivo agli stessi. Al riguardo, la dottrina esistente, supportata dall'esperienza riscontrabile sui mercati europei, è infatti incline a ritenere che la "corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni al valore di mercato" non debba intendersi come esatta ed assoluta coincidenza fra tali grandezze. E' infatti riconosciuto che il prezzo di emissione possa presentare qualche scostamento rispetto al valore puntuale di mercato: ad esempio, in conseguenza dell'applicazione di uno sconto rispetto al prezzo di mercato corrente, anche in considerazione dei termini dell'offerta e della natura dei destinatari dell'aumento stesso, corrispondenti nella fattispecie dai soggetti aventi diritto al dividendo per l'esercizio 2011. A tale proposito, la previsione della possibilità di applicare uno sconto da parte degli Amministratori nell'individuazione del prezzo di emissione appare pertanto ragionevole e non arbitrario nelle circostanze.

A maggior tutela degli attuali azionisti della Società contro il rischio di diluizione del valore patrimoniale delle loro azioni, gli Amministratori hanno stabilito che il prezzo di emissione delle

azioni determinato con il criterio sopra specificato non possa *"comunque essere inferiore a Euro 0,62, pari alla media aritmetica dei Prezzi Ufficiali dell'azione IGD rilevati nei 3 mesi antecedenti all'8 marzo 2012 - data di approvazione della relazione degli Amministratori - rettificata detraendo l'ammontare del dividendo proposto in relazione all'esercizio 2011 e applicando uno sconto del 12%"* ed ha pertanto determinato il numero massimo teorico di azioni da emettere in 30.789.437.

Alla luce delle sopraesposte considerazioni, il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni stabilito dagli Amministratori appare coerente con la *ratio* della norma, nonché con il criterio normalmente utilizzato per altre delibere similari.

5. LIMITI SPECIFICI ED 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. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia giuridica delle delibere consiliari relative all'operazione, nonché sugli eventuali impatti fiscali dell'operazione proposta.

Come in precedenza evidenziato, la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione, definito il numero massimo di azioni che saranno emesse, non indica il prezzo di emissione delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto, la presente relazione non ha ad oggetto la corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non ancora definito, al valore di mercato delle stesse, ma l'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento.

L'esecuzione dell'aumento di capitale sociale in esame sarà demandata al Consiglio di Amministrazione che avrà il compito di dare esecuzione al mandato assembleare individuando il prezzo di emissione delle azioni, in conformità ai criteri indicati dall'Assemblea. Considerato che il criterio di determinazione del prezzo di emissione è legato ai futuri andamenti di mercato, l'esecuzione della delibera di aumento di capitale sociale farà quindi riferimento ad un valore di mercato delle azioni aggiornato alla data di esecuzione stessa. L'arco temporale nel quale l'aumento di capitale sociale potrà trovare realizzazione non consente comunque di escludere che, nel caso in cui le considerazioni poste alla base dei criteri adottati dagli Amministratori siano mutate, quanto indicato nella presente relazione in ordine all'adeguatezza dei criteri possa risultare non più applicabile alle date di esecuzione dell'Aumento di Capitale. Occorre inoltre ricordare che il criterio delle quotazioni di Borsa, che risulta particolarmente indicato in presenza di società con elevata capitalizzazione, può risultare condizionato da fattori estranei alla società valutata quali, ad esempio, periodi di particolare volatilità dei mercati finanziari, di pressioni speculative, di aggiustamenti temporanei nei portafogli azionari di investitori istituzionali o particolari ordini di vendita od acquisto in fasi di ridotti volumi di intermediazione del titolo azionario osservato, o di circostanze anomale, quali il contesto di mercato che di

recente è stato caratterizzato da elevati livelli di incertezza e da fenomeni di forte turbolenza, che potrebbero limitare la capacità dei prezzi di mercato di riflettere valutazioni intrinseche. L'applicazione di tale metodo potrebbe, quindi, risultare meno significativa nel caso di circostanze anomale o di pressioni speculative.

Occorre infine evidenziare che gli Amministratori, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, non hanno adottato metodologie di controllo di tipo analitico utilizzando dati economici e finanziari prospettici previsti da eventuali piani industriali approvati dagli Amministratori della Società, ma hanno utilizzato esclusivamente un criterio basato sulle quotazioni di Borsa, così come previsto dalla norma.

6. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 5., riteniamo che i criteri stabiliti dagli Amministratori in relazione al sopradescritto aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse, così come stabilito dal citato art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile.

Bologna, 28 marzo 2012

Reconta Ernst & Young S.p.A.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'G. Focaccia', written over a horizontal line.

Gianluca Focaccia
(Socio)