



Garofalo Health Care 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
Garofalo Health Care S.p.A.

1. Motivo ed oggetto dell'incarico

L'assemblea straordinaria degli azionisti della Garofalo Health Care S.p.A. ("GHC" o la "Società"), con delibera del 26 settembre 2018, ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento, incluso l'eventuale sovrapprezzo, in una o più volte e anche in più tranches, anche in via scindibile, per il periodo di cinque anni dalla data di efficacia della deliberazione, per un importo massimo di nominali Euro 3.237.500 mediante emissione di massime n. 9.250.000 azioni ordinarie prive del valore nominale ovvero, ove inferiore, un numero di azioni non superiore al 10% arrotondato all'unità inferiore delle azioni ordinarie complessivamente in circolazione ad esito dell'avvio delle negoziazioni, con esclusione del diritto di opzione per gli azionisti ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile e, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale. Nell'ambito della predetta facoltà, l'Assemblea Straordinaria degli azionisti ha altresì attribuito all'organo amministrativo, tra l'altro, la facoltà di stabilire, di volta in volta, il prezzo di emissione delle azioni, compreso l'eventuale sovrapprezzo, fermo restando che, con riferimento all'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi del citato art. 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile, la facoltà conferita non potrà comunque comportare l'emissione di un numero complessivo di azioni superiore a 9.250.000 o comunque superiore al 10% (dieci per cento) arrotondato all'unità inferiore delle azioni ordinarie complessivamente in circolazione ad esito dell'avvio delle negoziazioni, il tutto nel rispetto delle altre condizioni previste dalla legge.

Il Consiglio di Amministrazione della Società in data 20 gennaio 2021 ha esercitato completamente la summenzionata delega deliberando di aumentare, in via scindibile, a pagamento, il capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, seconda parte, del Codice Civile, per un importo nominale massimo di Euro 2.870.000,00, corrispondente al 10% del capitale sociale di GHC esistente alla data odierna, mediante emissione di massime n. 8.200.000 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale, con godimento regolare, da offrire in sottoscrizione ad investitori qualificati (come definiti ai sensi dell'art. 2, paragrafo 1, lettera e), del Regolamento Prospetto) in Italia ed investitori istituzionali all'estero (con l'esclusione di Stati Uniti d'America, Canada, Giappone e di qualsiasi altro Paese o giurisdizione nei quali l'offerta o la vendita delle azioni oggetto di offerta siano vietate ai sensi di legge o in assenza di esenzioni) (tutti insieme gli "Investitori Istituzionali"), ad un prezzo di emissione, comprensivo di sovrapprezzo da determinare sulla base ed in conformità ai criteri definiti nella relazione illustrativa approvata nella stessa data, ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione Illustrativa").

Abbiamo ricevuto dalla Società in data 18 gennaio 2021 la bozza e, in data 20 gennaio 2021, la versione definitiva della Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione che illustra e motiva detta operazione.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione Illustrativa, le azioni di nuova emissione verranno offerte in sottoscrizione nell'ambito di un collocamento privato, senza pubblicazione di prospetto informativo di offerta al pubblico e di quotazione per le azioni di nuova emissione in virtù delle esenzioni previste dall'art. 1, comma 4, lett. a) e comma 5, lett. a) del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017.

Il collocamento privato, che avrà luogo al ricorrere di favorevoli condizioni di mercato, sarà effettuato mediante una procedura di c.d. *accelerated bookbuilding* (*"Accelerated Bookbuilding"*). A tal fine, in relazione all'operazione, la Società ha conferito a Credit Suisse Securities, Sociedad de Valores S.A. ed Equita SIM S.p.A. (i *"Joint Bookrunner"*) l'incarico di *joint global coordinator* e *joint bookrunner* nel collocamento privato.

Ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile e 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*"TUIF"*), esprimiamo nel seguito il nostro parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni GHC al valore di mercato delle azioni stesse ovvero, nella circostanza, sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento di esecuzione dell'aumento di capitale.

Nel contesto sopra delineato, gli Amministratori hanno ritenuto di avvalersi della facoltà riconosciuta alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati dall'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, e recepita dall'Articolo 5 dello Statuto della Società. Gli Amministratori hanno quindi ritenuto di esercitare parzialmente la sopracitata delega sottoponendo all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di GHC una proposta di aumento di capitale, in forma scindibile, a pagamento, con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile.

2. Natura e portata della presente relazione

Come anticipato, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente della Società deve corrispondere al valore di mercato delle azioni stesse e ciò deve essere confermato in apposita relazione della società incaricata della revisione contabile.

Con riferimento al requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, così come richiesto dalla norma sopra richiamata, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, nelle circostanze, di proporre la determinazione di un criterio cui il dott. Giuseppe Giannasio (il *"Consigliere Delegato"*), dovrà attenersi, in sede di esecuzione dell'aumento di capitale, tenendo conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale e la sua concreta esecuzione.

Pertanto, in considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione sopra delineata, così come riferite dagli Amministratori e nel seguito riportate, il nostro parere viene espresso, al fine di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione in ordine alla proposta di aumento di capitale in esame, esclusivamente in relazione all'adeguatezza del criterio utilizzato dagli Amministratori per individuare un prezzo di emissione delle azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale.

La presente relazione indica pertanto il criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituita dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tale criterio.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che esula dalle finalità dell'attività a noi richiesta.

3. Documentazione utilizzata

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

- a) la Relazione Illustrativa degli Amministratori sull'Aumento di Capitale, ricevuta in bozza in data 18 gennaio 2021 e nella sua versione definitiva datata 20 gennaio 2021. Tale relazione illustra i criteri di valutazione adottati, le ragioni che hanno condotto alla loro scelta e le considerazioni formulate per la definizione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e del conseguente prezzo di emissione delle stesse;
- b) il verbale del Consiglio di Amministrazione, ricevuto in bozza in data 18 gennaio 2021 e nella sua versione definitiva datata 20 gennaio 2021, che ha approvato la Relazione Illustrativa di cui sopra;
- c) la documentazione predisposta dai Joint Bookrunner a favore del Consiglio di Amministrazione della Società, contenente l'analisi di una campione di operazioni analoghe nel contesto italiano ed europeo;
- d) il Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2020 approvato il 16 novembre 2020 dal Consiglio di Amministrazione di GHC, non assoggettato a procedure di revisione contabile;
- e) il bilancio d'esercizio di GHC al 31 dicembre 2019 e il bilancio consolidato del Gruppo GHC al 31 dicembre 2019, predisposti in conformità agli IFRS, da noi assoggettati a revisione, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 7 aprile 2020;
- f) il bilancio d'esercizio di GHC al 31 dicembre 2018 e il bilancio consolidato del Gruppo GHC al 31 dicembre 2018, predisposti in conformità agli IFRS, da noi assoggettati a revisione, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 30 aprile 2019;
- g) lo statuto vigente della Società;
- h) l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni GHC registrato sul Mercato Telematico Azionario - organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. per vari periodi e sino alla data della presente relazione ed altre informazioni quali la volatilità del titolo e i volumi medi giornalieri;
- i) analisi e ricerche di mercato disponibili pubblicamente;
- j) ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

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



**Building a better
working world**

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

4.1. Premessa

Come sopra anticipato, per quanto concerne la fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dalla prospettata operazione di aumento di capitale, il Consiglio di Amministrazione, coerentemente con la prevalente prassi di mercato per operazioni analoghe a quella prospettata, ha inteso procedere all'individuazione dei criteri ai quali il Consigliere Delegato, dovrà attenersi in sede di attuazione della delibera di aumento di capitale e non già alla fissazione di un prezzo "puntuale" di emissione.

Tale impostazione è considerata dagli Amministratori particolarmente indicata in considerazione della prescrizione di legge che impone che, negli aumenti di capitale effettuati ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile, il prezzo di emissione "*corrisponda al valore di mercato delle azioni*". Stante l'indeterminatezza del momento in cui verrà data esecuzione alla delibera di aumento di capitale, il Consiglio di Amministrazione ritiene quindi più opportuno che, per le finalità della disposizione in discorso, il valore di mercato delle azioni di nuova emissione venga determinato in prossimità della loro emissione. Se, infatti, si procedesse a stabilire fin da subito un prezzo fisso di emissione la Società si esporrebbe al rischio che, al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale, tale prezzo non corrisponda al valore di mercato.

4.2. Il criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione

La Relazione Illustrativa evidenzia che il requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato contenuto in tale norma introduce un criterio dotato di una certa elasticità (i.e. la norma si riferisce al "valore di mercato" senza ulteriori precisazioni, per esempio in ordine al tempo di rilevazione) e determina la necessità di individuare i criteri per la determinazione di un prezzo di emissione che corrisponda al valore di mercato, tenendo conto delle specifiche caratteristiche della società ed, in particolare, del grado di volatilità del titolo, dei volumi negoziati e delle caratteristiche dell'operazione. Gli Amministratori hanno pertanto ritenuto opportuno, per individuare criteri il più possibile obiettivi, rifarsi all'esperienza di operazioni analoghe di emissione di nuove azioni in Europa, anche per quanto concerne le modalità di esecuzione delle stesse, che possono essere utilizzate per uniformarsi al dettato della citata norma (articolo 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile).

Alla luce delle considerazioni che precedono, il Consiglio di Amministrazione ha dunque proceduto all'analisi ed alla ricerca dei criteri più appropriati per poter individuare, in sede di esecuzione del proposto aumento di capitale, il prezzo corrispondente al valore di mercato delle azioni. Come illustrato nel prosieguo, da un'analisi di varie emissioni effettuate in Italia ed Europa è emerso che la base per la determinazione del prezzo di emissione di un titolo che corrisponda al valore di mercato, per quanto debba necessariamente tenere conto delle peculiarità dell'operazione, non può prescindere dalle quotazioni di quel titolo in un determinato momento.

A supporto dello svolgimento delle proprie valutazioni sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, il Consiglio di Amministrazione ha tenuto conto delle analisi svolte dai Joint Bookrunner, quali primarie istituzioni finanziarie con una significativa esperienza nell'ambito di operazioni di collocamento di titoli azionari sui mercati nazionali e internazionali.

I Joint Bookrunner hanno svolto un'analisi di un campione di operazioni analoghe nel contesto italiano ed europeo.



**Building a better
working world**

L'analisi svolta dai Joint Bookrunner conferma che, per società con titoli quotati in borsa, il prezzo di borsa delle azioni è da considerarsi rappresentativo del valore attribuito dal mercato al titolo in ogni momento. Tale analisi rileva, altresì, come nell'individuazione del valore di mercato in un'offerta di azioni di una società quotata, eseguita tramite il metodo dell'*Accelerated Bookbuilding*, si debba tener conto anche della tipologia dell'operazione e dei destinatari della stessa e quindi del fatto che l'operazione è rivolta esclusivamente a Investitori Istituzionali. In tali casi, il prezzo è calcolato anche sulla base del prezzo al quale gli investitori, ai quali è rivolta l'offerta, esprimono una domanda sufficiente a coprire interamente le dimensioni totali dell'offerta.

Per la determinazione del prezzo (o del "valore") delle azioni, gli investitori istituzionali, in conformità alla prassi consolidata in operazioni simili, ricorrono - oltre al riferimento al prezzo di borsa - anche a diversi altri criteri di rettifica di tale ultimo prezzo fra cui:

- (i) la liquidità del titolo, sia in termini assoluti che in relazione al flottante della società;
- (ii) la volatilità del titolo anche con specifico riferimento alle caratteristiche dell'operazione;
- (iii) la recente evoluzione del titolo (ivi inclusa la giornata borsistica dell'operazione stessa);
- (iv) la tipologia di operazione posta in essere (i.e. aumento di capitale) e la tipologia di sottoscrittori (i.e. investitori istituzionali);
- (v) le dimensioni dell'offerta (in termini assoluti e in relazione alla liquidità del titolo di cui sopra);
- (vi) le condizioni di mercato al momento dell'offerta;
- (vii) le aspettative degli investitori sull'andamento della società nel futuro;
- (viii) le aspettative degli investitori circa il successo dell'operazione stessa.

Il concorrere dei criteri di cui sopra porta a ritenere che il prezzo, al quale gli Investitori Istituzionali cui è rivolta l'offerta di azioni in oggetto sono disponibili a sottoscrivere le azioni di nuova emissione, sulla base della consolidata prassi per operazioni simili, sia in funzione del recente prezzo di borsa del titolo di GHC.

Qualora l'emittente collocasse sul mercato in modo diluito un numero di azioni equivalente a quello sottostante l'offerta azionaria in discussione, necessiterebbe di diversi giorni per portare a termine l'operazione al fine di non influenzare negativamente il corso del titolo. Durante tale periodo GHC sopporterebbe il rischio di oscillazioni del prezzo dell'azione. Eseguendo un'offerta azionaria tramite *Accelerated Bookbuilding*, GHC è in grado di mitigare questo rischio; tuttavia gli investitori che partecipano all'offerta tengono conto di tale rischio nel definire il prezzo al quale sono disposti a sottoscrivere le nuove azioni oggetto di collocamento. Tale rischio è strettamente correlato, tra l'altro, alle dimensioni dell'operazione, alla volatilità del titolo, ai volumi medi di contrattazione ed al rendimento atteso sul titolo.

In tal senso, al fine di individuare un parametro oggettivo per la determinazione di tale prezzo, il Consiglio di Amministrazione, anche sulla base delle considerazioni di cui sopra, ha ritenuto che il prezzo di chiusura al momento dell'avvio della procedura di *Accelerated Bookbuilding* (il "Prezzo di Chiusura") sia il parametro da utilizzare al fine di identificare il valore di mercato funzionale alla determinazione del *pricing* di collocamento delle azioni nel contesto dell'aumento di capitale in discussione. Il Prezzo di Chiusura indica il prezzo al quale vengono conclusi i contratti in asta di chiusura, come individuato dalle pagine "*Last Price*" di Bloomberg (sulla base del *ticker* "GHC IM Equity") e "Prezzo di Chiusura" di Borsa Italiana S.p.A..

Gli Amministratori ritengono pertanto che, per l'operazione prospettata, il prezzo a cui i destinatari dell'offerta, gli Investitori Istituzionali, sono disponibili a sottoscrivere le azioni di nuova emissione sia non superiore al Prezzo di Chiusura, rettificato a seguito dell'applicazione di uno sconto che tenga conto delle diverse variabili sopra indicate.

Per la determinazione della misura percentuale dello sconto che può essere ipotizzato per operazioni simili, la Società ha tenuto conto, tra l'altro, dell'analisi svolta dai *Joint Bookrunner* su operazioni simili precedenti. Tale analisi prende in considerazione analoghe operazioni di collocamento di azioni di società quotate tramite *Accelerated Bookbuilding*, censite dal *database* di Dealogic, recanti le seguenti caratteristiche:

- i. effettuate su mercati appartenenti all'Unione Europea, al Regno Unito e alla Svizzera;
- ii. concluse tra il 1° gennaio 2018 e il 15 gennaio 2021.

Gli Amministratori indicano che per tali operazioni è stato calcolato lo sconto medio rispetto all'ultimo prezzo di chiusura sulla base della liquidità del titolo, approssimata in termini di numero di giorni di negoziazione necessari per intermediare una quota pari al numero di azioni collocate, sulla base dei volumi medi giornalieri scambiati sul titolo nei 3 mesi antecedenti la data del collocamento. La tabella di seguito riepiloga le principali risultanze emerse dall'analisi svolta dai *Joint Bookrunner* e indicate nella Relazione Illustrativa:

Giorni di negoziazione	N. Operazioni	Sconto medio vs prezzo di chiusura
Inferiore a 50gg	759	-7,2%
Tra 50gg (incluso) e 200gg	372	-8,1%
Superiore a 200gg (incluso)	158	-11,7%
Totale	1.289	

Gli Amministratori evidenziano che, tenuto conto delle risultanze dell'analisi svolta dai *Joint Bookrunner* e del numero di giorni di negoziazione necessari a intermediare una quota pari a n. 8.200.000 azioni GHC sulla base dei volumi medi giornalieri scambiati sul titolo nei 3 mesi antecedenti la data del 19 gennaio 2021, pari a 395 giorni, l'aumento di capitale ricadrebbe nella categoria di operazioni con un numero di giorni di negoziazione superiore a 200 e sconto medio rispetto al prezzo di chiusura pari al 11,7%.

Nell'analisi svolta dai *Joint Bookrunner* è stato inoltre calcolato lo sconto medio per un sottoinsieme di tali operazioni, rappresentato dalle operazioni che presentano esclusivamente una componente di aumento di capitale, sulla base della quota collocata in percentuale sul capitale sociale antecedente al collocamento. La tabella di seguito riepiloga le principali risultanze indicate nella Relazione Illustrativa:

% capitale sociale	N. Operazioni	Sconto medio vs prezzo di chiusura
Inferiore al 10,0%	344	-6,1%
Tra il 10,0% (incluso) e il 20,0%	199	-8,9%
Superiore al 20% (incluso)	181	-16,6%
Totale	724	

Anche alla luce dei risultati dell'analisi svolta dai *Joint Bookrunner*, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che uno sconto fino al 10% rispetto al Prezzo di Chiusura risulti adeguato date le caratteristiche di GHC e la tipologia di operazione che il Consiglio di Amministrazione intende deliberare e tale da individuare un prezzo di emissione corrispondente al valore di mercato, consentendo di disporre di una maggiore flessibilità nell'operazione, limitando i rischi di mancata esecuzione della stessa.

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione ha inteso deliberare un aumento di capitale scindibile, a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, seconda parte del Codice Civile, per un importo nominale massimo di Euro 2.870.000,00, corrispondente al 10% del capitale sociale di GHC esistente alla data odierna, mediante emissione di massime n. 8.200.000 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale, godimento regolare (l'"Aumento di Capitale"), da offrire in sottoscrizione ad Investitori Qualificati nello Spazio Economico Europeo e investitori istituzionali all'estero (con l'esclusione di Stati Uniti d'America, Canada, Giappone e di qualsiasi altro Paese o giurisdizione nei quali l'offerta o la vendita delle azioni oggetto di offerta siano vietate ai sensi di legge o in assenza di esenzioni) al prezzo, comprensivo di sovrapprezzo, da determinarsi sulla base del Prezzo di Chiusura delle azioni GHC, eventualmente rettificato di uno sconto fino ad un massimo del 10% rispetto al menzionato Prezzo di Chiusura delle azioni GHC del giorno della offerta purché tale prezzo (al netto dello sconto) non risenta di un andamento anomalo rispetto ai livelli di prezzo medio ponderato delle azioni GHC recentemente osservati ed esposti nell'analisi svolta dai *Joint Bookrunner* sopra menzionata.

5. Difficoltà di valutazione riscontrate dal consiglio di amministrazione

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione non vengono indicate difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla scelta del criterio dagli stessi proposto, di cui al precedente paragrafo.

6. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività, che hanno comportato, tra l'altro:

- una lettura critica della Relazione Illustrativa degli Amministratori e del verbale del Consiglio di Amministrazione della Società sia nella versione in bozza del 18 gennaio 2021 sia nella versione definitiva approvata in data 20 gennaio 2021;



**Building a better
working world**

- la lettura dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'anno 2020 e 2021, fino alla data odierna, nonché, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- lo svolgimento di considerazioni di carattere valutativo e di analisi ritenute necessarie per l'accertamento della ragionevolezza, dell'idoneità tecnica e dell'adeguatezza, nelle specifiche circostanze, del criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione per determinare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato alla data dell'esecuzione dell'aumento di capitale;
- il riscontro della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio;
- la verifica dell'andamento delle quotazioni di borsa della Società in diversi periodi di tempo e fino alla data di emissione della presente relazione;
- l'analisi di operazioni di mercato simili al fine di verificare che i criteri di determinazione del prezzo di chiusura e della percentuale di sconto riconosciuta agli investitori fossero in linea con quanto solitamente praticato da terze società per operazioni similari;
- la lettura del resoconto intermedio di gestione del Gruppo al 30 settembre 2020, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società il 16 novembre 2020 non assoggettato a procedure di revisione contabile;
- la raccolta, anche attraverso discussione con la Direzione della Società, di informazioni circa gli eventi avvenuti nel corso del 2020 e 2021 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei criteri oggetto del presente esame.

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

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

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

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve "corrispondere al valore di mercato delle azioni".

La disciplina di cui all'articolo 2441, quarto comma del Codice Civile, 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.

La scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, un criterio basato sull'individuazione di un valore di mercato e sull'applicazione di uno sconto determinato nella misura più sopra indicata risulta in linea con la prassi di mercato usata per queste operazioni. Inoltre, la Relazione Illustrativa predisposta dagli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti a tale scelta ed al processo logico seguito dagli Amministratori per la sua adozione.

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 di chiusura, da utilizzare come parametro al fine di identificare il valore di mercato funzionale alla determinazione del *pricing* di collocamento delle azioni nel contesto dell'aumento di capitale in discussione.

Occorre inoltre rilevare che il riferimento al valore di mercato operato dall'articolo 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. È 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, quando essa sia indirizzata ad una particolare tipologia di investitori, quali ad esempio gli investitori istituzionali.

A tale proposito, la possibilità di utilizzo di un intervallo di sconto da parte degli Amministratori nell'individuazione del prezzo di emissione delle azioni appare ragionevole e non arbitrario nelle circostanze e risulta motivato nella Relazione Illustrativa, in quanto è in linea con le metodologie adottate da terze società sia in campo nazionale, sia in ambito europeo.

Infine, l'utilizzo di uno sconto massimo del 10% sul Prezzo di Chiusura, ancorché si posizioni nella fascia alta rispetto ad operazioni similari effettuate recentemente sul mercato, è stato ritenuto dagli Amministratori, anche alla luce dei risultati dell'analisi svolta dai *Joint Bookrunner*, adeguato date le caratteristiche di GHC e la tipologia di operazione che il Consiglio di Amministrazione intende deliberare e tale da individuare un prezzo di emissione corrispondente al valore di mercato, consentendo di disporre di una maggiore flessibilità nell'operazione, limitando i rischi di mancata esecuzione della stessa.

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

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. 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.



**Building a better
working world**

La disciplina di cui all'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile dispone di riferimenti dottrinali e di prassi che hanno attribuito al riferimento normativo "*valore di mercato*" il significato di un prezzo di mercato significativo o di una media di prezzi di mercato ritenuti adeguati nelle circostanze, tenuto conto delle caratteristiche dell'emittente. Sempre secondo la dottrina, la disposizione dell'articolo va interpretata con una certa elasticità, riconoscendo agli Amministratori un margine di discrezionalità nell'individuazione del prezzo di emissione delle nuove azioni che possa ritenersi corrispondente al "*valore di mercato*" delle stesse. Per quanto concerne il periodo di riferimento della media dei prezzi di borsa da considerare, il criterio del "*valore di mercato*" implica il ricorso ad un orizzonte temporale sicuramente meno ampio rispetto a quello di sei mesi menzionato per l'andamento delle quotazioni di Borsa nelle fattispecie di aumento di capitale tradizionali.

Come in precedenza evidenziato, la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione 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 del criterio proposto 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 Consigliere Delegato, che avrà il compito di dare esecuzione alla delibera di aumento di capitale individuando il prezzo "puntuale" di emissione delle azioni, in conformità ai criteri indicati dal Consiglio di Amministrazione. 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. Il limitato arco temporale nel quale l'aumento di capitale sociale potrà trovare realizzazione dovrebbe consentire di limitare, ancorché non 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 alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

Riteniamo opportuno inoltre evidenziare 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, 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 anche 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 può, quindi, risultare meno significativa nel caso di circostanze anomale o di pressioni speculative.

Occorre inoltre 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.



**Building a better
working world**

9. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura, portata e limiti del nostro lavoro indicate nella presente relazione, riteniamo che il criterio individuato dagli Amministratori in relazione al sopradescritto aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse, così come stabilito dall'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile.

Perugia, 20 gennaio 2021

EY S.p.A.

Roberto Tabarrini
(Revisore Legale)