



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

predisposto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento CONSOB OPC ed in conformità a quanto richiesto dal relativo «Allegato 4».

\* . \* . \*

Il Documento Informativo è a disposizione del pubblico presso la sede legale di GPI S.p.A., nonché sul sito internet della stessa ([www.gpi.it](http://www.gpi.it)) e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato “1INFO” ([www.1info.it](http://www.1info.it)).

GPI S.p.A.

Sede legale - Trento - Via Ragazzi del '99 n. 13

Iscrizione al Registro delle Imprese di Trento, codice fiscale e partita iva n. 01944260221

## **INDICE**

<b>1.AVVERTENZE</b>	pag. 3
<b>2.INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE</b>	
2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione	“ 4
2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere e della natura della correlazione	“ 6
2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'operazione	“ 7
2.4. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione	“ 7
2.5. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similar	“ 8
2.6. Compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controlla	“ 12
2.7. Informazioni relative agli strumenti finanziari di GPI S.p.A. detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dal Direttore generale e dai Dirigenti della Soci	“ 12
2.8. Indicazione degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione	“ 14
<b>DEFINIZIONI</b>	“ 14
ALLEGATO 1 - Parere del Comitato Operazioni con Parti Correlate comprensivo del parere espresso dall'esperto indipendente	

## **1. Avvertenze**

Il presente Documento Informativo è redatto ai sensi del Regolamento CONSOB OPC nonché dell'art 8.1 della Procedura e contiene tutti gli elementi richiesti dall'«Allegato 4» del Regolamento CONSOB sopra richiamato.

L'operazione, come meglio descritta al successivo paragrafo 2.1, prevede l'aumento, a pagamento e in via inscindibile, del capitale sociale di GPI, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., per un importo complessivo di Euro 140.000.000,00 (centoquarantamiloni/00) comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo; FM, azionista di controllo di GPI, si è assunta nell'Accordo di Investimento l'impegno di sottoscrivere Nuove Azioni al Prezzo di Sottoscrizione, per un importo complessivo pari a Euro 35.000.000,00 (trentacinquemiloni/00).

Per effetto di quanto sopra, ad esito della integrale sottoscrizione ed esecuzione dell'Aumento di Capitale e per effetto del Prezzo di Sottoscrizione al quale saranno emesse le azioni, FM verrà a detenere una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia del 44% (quarantaquattro per cento) del capitale sociale di GPI e almeno pari al 50% +1 (cinquanta per cento più uno) dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della Società.

Conseguentemente, la prospettata operazione di Aumento di Capitale configura, per la parte riservata alla sottoscrizione di FM, un'operazione con parte correlate.

L'operazione, inoltre, si identifica come operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi degli indici individuati dall'«Allegato 3» del Regolamento CONSOB OPC.

Alla data del presente Documento Informativo, GPI è indirettamente controllata da Fausto Manzana, il quale a sua volta detiene il controllo di diritto su FM ai sensi dell'art. 2359 cod. civ., 1° comma, n. 1; FM esercita attività di direzione e coordinamento su GPI.

In relazione alla prospettata operazione di Aumento di Capitale, come configurata nell'Accordo di Investimento, non si segnalano, alla data del Documento Informativo, ulteriori rischi o situazioni di potenziale conflitto di interessi diversi da quelli tipici delle operazioni con parti correlate.

Il Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile, nell'esercizio delle funzioni attribuitegli dal Consiglio di Amministrazione in tema di Operazioni con parti correlate, è stato chiamato ad esprimersi ai sensi degli art. 3.1 della Procedura; esso è stato informato dei termini e delle condizioni dell'Aumento di Capitale, ha ricevuto un flusso di informazioni tempestivo ed adeguato, ha analizzato le pattuizioni contenute nell'Accordo di Investimento che coinvolgono la controllante FM e ha rilasciato il proprio parere favorevole, preceduto da quello emesso da un esperto indipendente che lo stesso Comitato, ai sensi del punto 5.6 della Procedura, ha ritenuto di nominare; entrambi i suddetti pareri sono allegati in calce al presente Documento Informativo.

## **2. Informazioni relative all'operazione**

### ***2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione***

GPI, società con azioni quotate su Euronext Milan, è la capogruppo dell'omonimo gruppo industriale di dimensioni internazionali specializzato nella realizzazione di soluzioni informatiche e fornitura di servizi in campo socio-sanitario (quali sistemi informativi integrati di tipo ospedaliero, amministrativo e territoriale/assistenziale, *contact center*).

Essa intende realizzare un progetto industriale pluriennale di crescita e consolidamento e, a tal fine, ha approvato uno specifico Piano che contiene una dettagliata pianificazione delle attività da svolgersi nel triennio 2022-2024, nonché dei risultati potenzialmente raggiungibili mediante l'implementazione di tali attività da un punto di vista finanziario e di *business*.

Il Piano prevede, *inter alia*, i criteri necessari a:

- (i) individuare una serie di acquisizioni, in Italia e all'estero, destinate a completarsi in un arco temporale indicativo di tre anni e di investire una parte dei proventi derivanti dall'Aumento di Capitale in aree individuate come prioritarie o comunque strategiche dal PNRR, quali l'ulteriore sviluppo e rafforzamento della digitalizzazione della sanità in Italia e la continuazione dello sviluppo, attualmente già in atto da parte del Gruppo, di un centro di competenze nell'ambito della telemedicina, nonché di iniziative nel campo della *cybersecurity*;
- (ii) acquisire competenze e scala dimensionale che permettano alla Società di rafforzare il proprio posizionamento competitivo nel tempo.

In tale ambito, FM e GPI hanno ritenuto opportuno coinvolgere terzi investitori affinché la Società possa dotarsi delle risorse necessarie alla realizzazione del Piano mediante un Aumento di Capitale di Euro 140 milioni definito sulla base della stima effettuata in relazione al presumibile fabbisogno previsto dal Piano.

CDP *Equity*, ai termini e condizioni di cui all'Accordo di Investimento, intende partecipare all'Aumento di Capitale allo specifico fine di supportare il conseguimento degli obiettivi indicati nel Piano, la cui coerente realizzazione costituisce, unitamente alla circostanza per cui una quota dell'Aumento di Capitale sia sottoscritta da FM anche al fine di consentirle di mantenere il controllo di GPI, presupposto essenziale dell'investimento di CDP *Equity* medesima.

In base a quanto previsto nell'Accordo di Investimento, l'operazione prevede che l'Assemblea degli Azionisti di GPI conferisca delega al Consiglio di Amministrazione per deliberare l'aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., per un importo

complessivo di Euro 140.000.000,00 (centoquarantamilioni/00) comprensivo dell’eventuale sovrapprezzo. L’esercizio della delega e, conseguentemente, la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione, uguale per tutti i sottoscrittori, saranno deliberate dal Consiglio di Amministrazione in prossimità del rilascio, da parte della CONSOB, dell’autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all’ammissione alle negoziazioni su Euronext Milan delle Nuove Azioni. Alla data odierna si prevede che l’esecuzione dell’Aumento di Capitale possa avvenire nel prossimo autunno.

Per quanto riguarda la modalità di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione si rimanda al successivo paragrafo 2.5.

Oltre al sopracitato impegno di sottoscrizione di una quota dell’Aumento di Capitale da parte di FM:

- (i) CDP *Equity* si è obbligata a sottoscrivere, al Prezzo di Sottoscrizione, Nuove Azioni di GPI per complessivi Euro 70.000.000,00 (settantamilioni/00);
- (ii) Banca Finint, nella sua qualità di *Lead Investor*, si è obbligata a fare quanto necessario al fine di strutturare, negoziare e completare il processo di ricerca, selezione e coinvolgimento del numero più ampio possibile di Altri Investitori che, a loro volta, si impegnano irrevocabilmente a sottoscrivere, al Prezzo di Sottoscrizione, Nuove Azioni di GPI per complessivi Euro 35.000.000,00 (trentacinquemilioni/00).

Banca Finint ed i Co-Garanti, ai sensi e per gli effetti degli impegni assunti con gli Accordi di Sottoscrizione, si sono irrevocabilmente impegnati a sottoscrivere la parte di Aumento di Capitale che non dovesse essere eventualmente sottoscritta dagli Altri Investitori.

L’Accordo di Investimento prevede che, ad esito della integrale sottoscrizione ed esecuzione dell’Aumento di Capitale:

- (i) FM debba detenere una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia del 44% (quarantaquattro per cento) del capitale sociale di GPI e almeno pari al 50% +1 (cinquanta per cento più uno) dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea degli Azionisti della Società, tenuto conto della maggiorazione del diritto di voto attribuita, ai sensi dello statuto sociale di GPI, alla maggior parte delle azioni attualmente possedute da FM;
- (ii) CDP *Equity* debba detenere una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia del 17% (diciassette per cento) del capitale sociale di GPI.

Gli Altri Investitori e/o Banca Finint ed i Co-Garanti, invece, verrebbero a detenere complessivamente una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia dell’8,5% (otto virgola cinque per cento) del capitale sociale di GPI.

Gli Impegni di Sottoscrizione assunti da FM e da CDP *Equity* non sono assistiti da garanzie reali e/o personali o di altra natura, mentre l’esecuzione dell’Aumento

di Capitale è subordinato a talune condizioni sospensive previste nell'Accordo di Investimento.

Alla data odierna, il capitale sociale di GPI è pari ad Euro 8.780.059,60 i.v., suddiviso in n. 18.260.496 azioni ordinarie prive di valore nominale.

Per completezza si segnala che l'Accordo di Investimento contiene anche alcune pattuizioni parasociali relative alla *governance* della Società ed al regime di circolazione delle Azioni possedute da FM e CDP *Equity*, che entreranno in vigore alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale (per le quali si rinvia alle "informazioni essenziali" pubblicate sul sito internet della Società alla sezione Governance). Tali pattuizioni sono volte sostanzialmente ad assicurare a CDP *Equity* talune protezioni a fronte dell'investimento che sarà effettuato da quest'ultima mediante la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, come da prassi in operazioni similari. Le pattuizioni in oggetto, quindi, non configurano una "operazione con parte correlata" tra GPI e FM secondo la definizione data dai principi contabili internazionali.

## **2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere e della natura della correlazione**

Parte correlata con cui l'operazione è posta in essere è FM, azionista di controllo di GPI che esercita attività di direzione e coordinamento sulla Società.

FM detiene n. 10.464.193 azioni ordinarie, pari al 57,31% (cinquantasette virgola trentuno per cento) circa del capitale ordinario e al 72,65% (settantadue virgola sessantacinque per cento) circa dei diritti di voto esercitabili nell'Assemblea degli Azionisti di GPI.

Per effetto degli impegni assunti, FM sottoscriverà complessivamente Nuove Azioni corrispondenti al 25% delle azioni di nuova emissione.

Inoltre, tra i Consiglieri di GPI:

- A) - Fausto Manzana detiene una partecipazione pari al 66% del capitale sociale di FM e il diritto di usufrutto su un'ulteriore quota di partecipazione pari al 10% del medesimo capitale;
- Dario Manzana, Sara Manzana e Sergio Manzana, detengono ciascuno una partecipazione pari all'1% del capitale sociale di FM;
- B) - Fausto Manzana ricopre la carica di Presidente e Amministratore delegato di FM;
- Dario Manzana e Sergio Manzana ricoprono entrambi la carica di Amministratore delegato di FM.

### **2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'operazione**

La Società ritiene conveniente la prospettata operazione di Aumento di Capitale in quanto considera che l'ingresso nel proprio azionariato, con una quota rilevante, di un socio istituzionale quale CDP *Equity*, anche in prospettiva, possa recare importanti vantaggi in termini industriali, consentendo a GPI di diventare un soggetto sempre più strategico e rilevante per la sanità nazionale/europea.

CDP *Equity*, da parte sua, ha posto due specifiche condizioni alla propria sottoscrizione all'Aumento di Capitale: *(i)* risultare azionista della Società, una volta eseguito interamente l'Aumento di Capitale, con una quota non inferiore al 17% e *(ii)* che la maggioranza dei diritti di voto nell'Assemblea degli Azionisti rimanesse in capo all'attuale azionista di maggioranza FM.

Il permanere della maggioranza dei diritti di voto in capo a FM, oltretutto, rappresenta per il mercato una garanzia di stabilità della Società.

D'altro canto, l'ingresso nell'azionariato degli Altri Investitori dovrebbe auspicabilmente contribuire, tra l'altro, al sostentimento del flottante ed alla conseguente liquidità del titolo GPI.

L'esclusione del diritto di opzione dovrebbe assicurare il pieno successo dell'operazione ed un termine più ridotto per il suo perfezionamento.

Sulla base di questa premessa la Società ha predisposto un nuovo Piano Strategico Industriale 2022-2024 che contiene un ben definito progetto industriale pluriennale di crescita e di consolidamento.

Il Piano è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società nella riunione del 22 giugno 2022 e già tiene conto delle nuove risorse che saranno acquisite con il perfezionamento dell'Aumento di Capitale.

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di GPI nella medesima riunione del 22 giugno 2022 in assenza di un avviso contrario degli amministratori indipendenti.

Le motivazioni economiche dell'operazione sono più dettagliatamente illustrate al paragrafo 2.1.

### **2.4. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione**

La prospettata operazione di Aumento di Capitale sociale configura, per la parte riservata alla sottoscrizione di FM, un'operazione con parte correlata.

L'indice che la Società ha applicato per definire l'operazione di cui al presente Documento Informativo, un'«Operazione di maggiore rilevanza» è - ai sensi dell'«Allegato 3» del Regolamento CONSOB OPC - quello del “controvalore”.

Ai sensi dell’«Allegato 3» del Regolamento CONSOB OPC, esso è definito come il «... rapporto tra il controvalore dell’operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell’ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, ove redatte). ...»

Conseguentemente, sulla base dei seguenti valori:

- |  |                     |
|--|---------------------|
| 1) Controvalore:                                     | Euro 35.000.000,00  |
| 2) Patrimonio netto consolidato al 31 dicembre 2021: | Euro 106.232.354,00 |
| 3) Capitalizzazione di borsa al 30 dicembre 2021:    | Euro 297.646.084,80 |
- il “controvalore” risulta in ogni caso superiore al 5% sia che lo si rapporti al Patrimonio netto consolidato al 31 dicembre 2021 ovvero alla capitalizzazione di Borsa al 30 dicembre 2021.

Inoltre, considerato che la prospettata operazione non rientra tra alcune delle previsioni di cui agli artt. 70 e 71 del Regolamento Emittenti, nel presente documento non saranno incluse informazioni finanziarie pro-forma.

## **2.5. Modalità di determinazione del corrispettivo dell’operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili**

Il Prezzo di Sottoscrizione delle Nuove Azioni, uguale per tutti i sottoscrittori, sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione in prossimità del rilascio, da parte della CONSOB, dell’autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all’ammissione alle negoziazioni su Euronext Milan delle Nuove Azioni.

Esso sarà pari al minore tra:

- (i) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 6 (sei) mesi di calendario precedenti il Consiglio di Amministrazione che definirà il Prezzo di Sottoscrizione; e,
- (ii) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di Borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione che definirà il Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento),

fermo restando che, ove esso, in base ai criteri suddetti, dovesse risultare superiore a Euro 14,00 (quattordici/00) sarà fissato ad Euro 14,00 (quattordici/00).

Al fine del compimento delle attività finalizzate al rilascio del proprio parere, il Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile, nell’esercizio dei compiti allo stesso attribuiti in tema di Operazioni con parti correlate, avvalendosi

della facoltà allo stesso riconosciuta sia dal Regolamento CONSOB OPC che dalla Procedura, ha deliberato di farsi assistere, a spese della Società, da un esperto indipendente di propria scelta individuato nel prof. Maurizio Dallocchio, Professore Ordinario di Finanza Aziendale presso l’Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano e già Rettore del medesimo Ateneo.

L’incarico è stato quindi formalizzato dal Vice Presidente della Società.

Ai fini dell’individuazione dell’esperto cui affidare l’incarico, sono stati valutati cinque profili di professori universitari di Finanza Aziendale che rivestono incarichi come esponenti aziendali e svolgono attività di consulenza e, nell’ambito di costoro, è stato individuato nella figura del dott. prof. Maurizio Dallocchio il profilo più adeguato per lo svolgimento dell’incarico.

Il Comitato ha verificato l’indipendenza dell’esperto sulla base dei criteri indicati nell’Allegato 4, punto 2.4, del Regolamento CONSOB OPC. In particolare, il dott. prof. Dallocchio ha dichiarato alla Società, confermato al Comitato, e riportato altresì nel proprio parere, che lo stesso e la Società DGPA & Co S.r.l. (società di cui lo stesso è socio fondatore e *Partner*) non sono legati a GPI da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l’indipendenza di giudizio, e di non aver mai ricevuto o svolto incarichi professionali conferiti dalla da GPI stessa. Inoltre, egli ha confermato di: a) non avere, neppure indirettamente, interessi nell’operazione; b) non avere relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: i) le società coinvolte nell’operazione; ii) i soggetti che le controllano; iii) le altre società controllate da GPI; iv) gli amministratori delle società di cui ai punti i), ii) e iii) che precedono.

Al prof. Dallocchio è stato richiesto di esprimere una propria valutazione indipendente in merito alla adeguatezza dei criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione, anche alla luce di quanto prescritto dall’art. 2441 cod. civ., 6° comma cod. civ., per le specifiche finalità del parere del Comitato, tenuto anche conto, ove ritenuto opportuno, di operazioni similari avvenute in precedenza

Il parere rilasciato dal prof. Dallocchio, pertanto (allegato al parere del Comitato in calce al presente Documento Informativo), è stato richiesto allo scopo di supportare il Comitato nella valutazione della correttezza sostanziale dell’operazione e delle condizioni definite nell’Accordo di Investimento in ordine alla metodologia prevista per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione.

Si sintetizzano, di seguito, gli elementi essenziali del parere formulato dal prof. Dallocchio.

La modalità di definizione del Prezzo di Sottoscrizione illustrata in apertura del presente paragrafo è aderente con quanto previsto dall’art. 2441 cod. civ., 6° comma cod. civ., per le fattispecie di aumento di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione di cui al 5° comma del medesimo articolo.

La considerazione dell'orizzonte temporale di sei mesi prescritto dalla normativa civilistica potrebbe in ogni caso comportare, secondo il prof. Dallocchio, la criticità di considerare valori e informazioni non sufficientemente aggiornati, derivanti da un contesto economico e finanziario, sia domestico che internazionale, assai mutevole, a causa dei negativi effetti sulla volatilità dei prezzi derivante dal conflitto russo-ucraino e dai fenomeni di innalzamento repentino dei tassi di inflazione, e conseguente riduzione delle aspettative sulla ripresa post pandemia.

A parere dell'esperto, il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre lascia agli amministratori libertà di scelta nell'individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione. Il riferimento ad un più ridotto arco temporale rispetto all'orizzonte di riferimento di sei mesi potrebbe, ad esempio, consentire di incorporare solo le informazioni più aggiornate sul quadro d'azienda (come l'approvazione dei risultati finanziari più recenti comunicati al mercato).

Risulta dunque ragionevole affiancare alla previsione codicistica l'alternativa prevista nell'Accordo di Investimento, che prevede il calcolo del prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di Borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione che si dovrà riunire per la definizione del Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento).

Si tratta di un orizzonte temporale, al contrario, molto ridotto, ma che può rappresentare adeguatamente le condizioni di prezzo più aggiornate.

Al fine dell'espletamento del proprio incarico, l'esperto incaricato ha condotto un'analisi sui recenti aumenti di capitale effettuati da società quotate sui mercati regolamentati di Borsa Italiana. Il principale scopo dell'analisi è stato quello di identificare, in operazioni per taluni aspetti comparabili al prospettato aumento di capitale riservato di GPI, elementi ricorrenti nella metodologia di determinazione del prezzo di collocamento.

Con riferimento ai più recenti aumenti di capitale eseguiti da società quotate che si caratterizzano per l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 cod. civ., in particolare con la partecipazione di soggetti che si qualificano come Parte Correlata, sulla base dei dati disponibili (fonti: Borsa Italiana, *Bloomberg*, *Refinitiv*), le metodologie scelte per la determinazione del prezzo di collocamento sono in massima parte (quasi la totalità) riconducibili al «Metodo di Borsa», che identifica il teorico prezzo di collocamento in funzione dell'andamento del titolo azionario in un orizzonte temporale ricompreso tra un minimo di 10 giorni a un massimo di 6 mesi precedenti l'annuncio dell'aumento.

Esiti analoghi, riscontrati dalle medesime fonti sopra richiamate, sono rilevati anche dall'effettuazione dell'analisi condotta con riferimento alle operazioni di aumento di capitale riservato a soggetti che non si qualificano come parte correlata.

Le valutazioni alla base del parere sull'approccio metodologico previsto per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione delle Nuove Azioni sono state espresse attraverso un'analisi che ha tenuto conto delle metodiche valutative del reddito, del costo e del mercato.

L'esperto, infine, ha altresì compiuto un approfondimento sui corsi di Borsa del titolo azionario GPI, rilevandone l'andamento a partire dalla quotazione sul mercato Euronext Milan dal dicembre 2018 (fonte: *Bloomberg*). Da tale analisi risulta che, nel periodo esaminato, il titolo GPI ha registrato un valore minimo nel marzo 2020, pari a Euro 4,90 e un valore massimo, nel gennaio 2022, pari a Euro 16,90. Tra queste date si è registrata una variabilità elevata del titolo, con valori tendenzialmente caratterizzati da un significativo rialzo.

Nel periodo successivo al gennaio 2022, invece, il titolo ha registrato una riduzione del prezzo con un assestamento nell'intervallo 12,0 - 14,0 Euro per azione, fino ad arrivare all'attuale prezzo di Euro 12,18 per azione (prezzo di chiusura al 17 giugno 2022).

Con riferimento ai prezzi registrati nel corso dell'ultimo semestre (fonte: *Bloomberg* - ultimo giorno di rilevazione 17 giugno 2022), l'esperto, pur riscontrando intervalli di valore "minimo-massimo" piuttosto rilevanti (il titolo ha registrato un minimo di Euro 11,65 e un massimo di Euro 16,90), ha rilevato che tutti i dati medi e mediani si collocano su intervalli piuttosto ridotti, considerando tutti gli archi temporali osservati. A titolo esemplificativo:

- (i) le medie aritmetiche sono comprese tra Euro 13,26 e Euro 13,83, valori registrati rispettivamente su 4 mesi e su 6 mesi;
- (ii) le mediane sono comprese tra Euro 13,20 e Euro 13,94, valori registrati rispettivamente su 3 e 4 mesi e su 1 mese;
- (iii) le medie aritmetiche dei valori VWAP giornalieri sono comprese tra Euro 13,29 e Euro 13,84, valori registrati rispettivamente su 4 mesi e su 6 mesi.

In particolare, nessun valore medio è stato registrato per un importo superiore al Cap Prezzo (pari a Euro 14,00), ad eccezione della media ponderata per i volumi VWAP sul periodo relativo agli ultimi 6 mesi, identificato nella bozza di Accordo di Investimento quale primo criterio per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione, che porta ad un risultato pari a Euro 14,35.

A quest'ultimo proposito, il prof. Dallocchio ritiene che l'individuazione di un Cap Prezzo sia compatibile con l'esigenza di limitare il rischio che, per effetto della comunicazione al mercato dell'Accordo di Investimento tra GPI, FM e CDP

*Equity*, i prezzi del titolo possano crescere, facendo così venire meno la convenienza alla sottoscrizione delle Nuove Azioni.

Tale scelta risponderebbe, dunque, ad un contemperamento di interessi, anche potenzialmente confliggenti, potendosi dunque ritenere congrua la determinazione di un Cap Prezzo, purché essa non comporti una ingiustificata e irragionevole compressione di interessi di una parte ad indebito vantaggio dell'altra.

L'esperto, sulla base delle informazioni desunte dal Piano, ha altresì proceduto alla valutazione del valore economico della Società, giungendo alla stima di un valore per azione del capitale economico di GPI compresa tra un intervallo di Euro 11,90 ed Euro 16,90 con un valore intermedio di Euro 14,40 e puntuale di Euro 14,20.

Con riferimento agli elementi del parere dell'esperto, la Società conferma che esso è stato riprodotto coerentemente con suo il contenuto e che, per quanto a conoscenza della Società medesima, non vi sono omissioni che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli.

#### **2.6. Compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate**

Non è prevista alcuna variazione dei compensi dei componenti il Consiglio di Amministrazione della Società e/o di società dalla stessa controllate in conseguenza dell'operazione.

#### **2.7. Informazioni relative agli strumenti finanziari di GPI S.p.A. detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dal Direttore generale e dai Dirigenti della Società**

Alla data del Documento Informativo, GPI è indirettamente controllata da Fausto Manzana, il quale a sua volta detiene il controllo di diritto su FM ai sensi dell'art. 2359 cod. civ., 1° comma, n. 1 cod. civ.; FM esercita attività di direzione e coordinamento su GPI.

In particolare, FM è controllata da Fausto Manzana (Presidente e Amministratore delegato di GPI) che detiene una partecipazione pari al 66% del capitale sociale e il diritto di usufrutto su un'ulteriore quota di partecipazione pari al 10% del medesimo capitale.

Gli ulteriori partecipanti al capitale sociale di FM sono:

- (i) Silvana Pachera (moglie di Fausto Manzana) titolare di una partecipazione pari al 30% del capitale sociale di FM della quale il 10% in nuda proprietà;

- (ii) Sergio Manzana (membro del Consiglio di Amministrazione di GPI nonché figlio di Fausto Manzana e Silvana Pachera) titolare di una partecipazione pari all'1%;
- (iii) Dario Manzana (membro del Consiglio di Amministrazione di GPI nonché figlio di Fausto Manzana e Silvana Pachera) titolare di una partecipazione pari all'1%;
- (iv) Sara Manzana (membro del Consiglio di Amministrazione di GPI nonché figlia di Fausto Manzana e Silvana Pachera) titolare di una partecipazione pari all'1%;
- (v) Sonia Manzana (figlia di Fausto Manzana e Silvana Pachera) titolare di una partecipazione pari all'1%.

Nessuno dei soggetti sopra richiamati possiede direttamente azioni GPI.

Taluni finanziamenti e prestiti obbligazionari richiedono il mantenimento del controllo di Fausto Manzana su FM e/o, a seconda del caso, di FM su GPI.

Né gli altri componenti la compagine sociale di FM né gli altri componenti il Consiglio di Amministrazione di GPI sono portatori di ulteriori interessi nell'operazione con GPI.

Per completezza di informazione, si riportano, di seguito, le partecipazioni detenute dagli altri componenti il Consiglio di amministrazione, il Collegio Sindacale, dal Direttore generale e dai Dirigenti con responsabilità strategiche così come riportate nella II Sezione della «Relazione sulla Politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti nell'esercizio 2021» sottoposta al voto dell'Assemblea degli Azionisti del 29 aprile 2022.

Da allora, per quanto a conoscenza della Società, nessun componente del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, il Direttore Generale o i Dirigenti con Responsabilità strategiche hanno compiuto operazioni sul titolo GPI.

Nome e cognome	Carica	Società partecipata	Numero delle azioni possedute alla fine dell'esercizio precedente	Numero azioni acquistate	Numero azioni vendute	Numero azioni possedute alla fine dell'esercizio in corso
Andrea Mora	Consigliere	Gpi S.p.A.	az. ordinarie: 36.121 <sup>1</sup>	-	-	36.121 <sup>1</sup>
Edda Delon	Consigliere	Gpi S.p.A.	az. ordinarie: 400	727	-	1.127
Antonio Perricone	Consigliere	Gpi S.p.A.	az. ordinarie: 324.400 <sup>2</sup>	32.500 <sup>3</sup>	-	356.900 <sup>2</sup>
Dirigenti con Responsabilità strategiche		Gpi S.p.A.	az. ordinarie: 210	-	-	210

<sup>1</sup> Azioni possedute in parte direttamente ed in parte tramite società controllata

<sup>2</sup> Azioni possedute in parte direttamente ed in parte dal coniuge e da società controllata

<sup>3</sup> Azioni rivenienti dall'esercizio dei "Warrant GPI S.p.A."

Fausto Manzana, nella sua qualità di azionista di FM, si è obbligato nell'Accordo di Investimento a non effettuare, per un periodo pari a 3 (tre) anni a decorrere dalla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale e senza il preventivo consenso scritto di CDP *Equity*, alcun trasferimento di partecipazioni o altri strumenti che diano il diritto di sottoscrivere partecipazioni di FM, tali da comportare la perdita del controllo su FM.

**2.8. *Indicazione degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione***

Fausto Manzana (Presidente e Amministratore delegato), Andrea Mora (Vice Presidente) e Dario Manzana (Consigliere e Direttore finanziario), hanno partecipato alle negoziazioni dell'Accordo di Investimento con CDP *Equity* e degli Accordi di Sottoscrizione con Banca Finint ed i Co-Garanti.

Il Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile, composto da soli amministratori indipendenti (Edda Delon - Presidente, Michele Andreaus e Paolo De Santis), nell'esercizio delle competenze attribuitegli in tema di Parti correlate, nelle riunioni del 13 giugno 2022, 20 giugno 2022 e 21 giugno 2022, ha dapprima esaminato il contenuto dell'Accordo di Investimento e la proposta operazione di Aumento di Capitale e, avvalendosi a tal fine della consulenza di un esperto indipendente all'uopo nominato (il dott. Prof. Maurizio Dallocchio), con il consenso unanime di tutti i suoi componenti, ha espresso il proprio parere favorevole all'esecuzione dell'operazione.

I suddetti pareri del Comitato e dell'esperto indipendente sono allegati al presente Documento Informativo ed altresì pubblicati sul sito internet della Società.

Il Consiglio di Amministrazione, nella riunione del 22 giugno 2022, ha approvato, con il voto favorevole di tutti i 10 consiglieri in carica, la sottoscrizione dell'Accordo di investimento e la prospettata operazione di Aumento di Capitale.

## **DEFINIZIONI**

Si riporta nel prosieguo un elenco delle definizioni utilizzate all'interno del Documento Informativo. Tali definizioni, salvo quanto diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. Si precisa che per le definizioni sotto riportate, ogni qualvolta il contesto lo richieda, la forma singolare include la forma plurale e viceversa.

**“Accordi con i Co-Garanti”:** sono gli accordi sottoscritti in data 22 giugno 2022 tra GPI e i Co-Garanti.

**“Accordi di Sottoscrizione”:** indicano congiuntamente l'Accordo di Collocamento e Garanzia e l'Accordo con i Co-Garanti.

**“Accordo di Collocamento e Garanzia”:** è l'accordo definitivo e vincolante di collocamento e garanzia, sottoscritto in data 22 giugno 2022 tra GPI e il *Lead Investor*, che disciplina (a) i termini e le condizioni per il collocamento da parte del *Lead Investor* dell'intera Tranche Istituzionale presso Altri Investitori, e (b) gli impegni del *Lead Investor* per l'eventuale sottoscrizione in garanzia di una parte della Tranche Istituzionale che risulti eventualmente non sottoscritta dagli Altri Investitori.

**“Accordo di Investimento”:** è l'accordo sottoscritto in data 22 giugno 2022 tra CDP *Equity*, da un lato, Fausto Manzana, FM S.r.l. e GPI S.p.A. dall'altro lato, che disciplina, tra l'altro (i) i termini e le condizioni per l'esecuzione dell'Aumento di Capitale a supporto del Piano e per la sua sottoscrizione da parte di FM e CDP *Equity*, (ii) la definizione delle nuove regole di governo societario che saranno implementate dalla Società a partire dalla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

**“Altri Investitori”:** sono i soggetti investitori di adeguato standing reputazionale, italiani o stranieri - ma in ogni caso di numero complessivo, considerando anche FM e CDP *Equity*, non superiore a 150 (centocinquanta) - aventi i requisiti di “clienti professionali” ai sensi del Regolamento Intermediari adottato dalla CONSOB con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e successive modifiche, ai quali sarà riservata la *tranche* istituzionale dell'Aumento di Capitale.

**“Aumento di Capitale”:** l'aumento del capitale sociale dell'Emittente, a pagamento in via inscindibile, che sarà deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Società nell'esercizio della delega che gli sarà conferita dall'Assemblea degli Azionisti, per un importo complessivo di Euro 140.000.000 (centoquarantamiloni/00), comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive dell'indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle prive del beneficio al voto maggiorato già in circolazione, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 cod. civ., 5° comma.

**“Azioni”:** Le azioni ordinarie dell'Emittente, quotate su Euronext Milan.

**“Banca Finint”:** Banca Finanziaria Internazionale S.p.A., con sede legale in Italia, in Conegliano (TV), Via Vittorio Alfieri n. 1, Codice Fiscale e Registro delle Imprese di Treviso-Belluno n. 04040580963, Gruppo IVA Finint S.p.A. - P.IVA n. 04977190265, REA della CCIAA di Treviso-Belluno n. TV-372945; società unipersonale.

**“Borsa Italiana”:** Borsa Italiana S.p.A., con sede in Milano, Piazza degli Affari n. 6.

**“CDP Equity”:** CDP *Equity* S.p.A., con sede legale in Italia, in Milano, Via San Marco 21/A, Codice fiscale, Partita IVA e numero d'iscrizione al Registro Imprese di Milano n. 07532930968, REA della CCIAA di Milano n. MI-1965330; sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

**“Co-Garanti”:** indica Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A. e SEAC Fin. S.p.A.

**“cod. civ.”**: indica il Codice Civile approvato con Regio Decreto del 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato e integrato.

**“Collegio Sindacale”**: il Collegio Sindacale di GPI.

**“Comitato”**: il Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile della Società, nell’esercizio delle competenze attribuitegli in tema di parti correlate.

**“Consiglio di Amministrazione”**: il Consiglio di Amministrazione di GPI.

**“CONSOB”**: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.

**“Documento Informativo”**: il presente documento informativo

**“Euronext Milan”**: il Mercato Euronext Milan (già Mercato Telematico Azionario - MTA) organizzato e gestito da Borsa Italiana.

**“FM”**: FM S.r.l., con sede legale in Italia, in Bussolengo (VR), Via Borgolecco, n. 15, Codice Fiscale, Partita IVA e numero d’iscrizione al Registro Imprese di Verona n. 03822520239 - REA della CCIAA di Verona n. VR-368440.

**“GPI” o “Emittente” o “Società” o “Capogruppo”**: GPI S.p.A., con sede legale in Italia, in Trento - Via Ragazzi del ‘99 n. 13, iscritta al Registro delle Imprese di Trento, Codice Fiscale, Partita IVA n. 01944260221 - REA della CCIAA di Trento n. TN-189428, con capitale sociale pari ad Euro 8.780.059,60 i.v., rappresentato da n. 18.260.496 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale.

**“Impegni di Sottoscrizione”**: gli impegni di sottoscrizione dell’Aumento di Capitale indicati al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo, singolarmente assunti da FM, CDP *Equity*, Banca Finint ed i Co-Garanti.

**“Lead Investor”**: indica Banca Finint.

**“Nuove Azioni”**: l’insieme delle azioni ordinarie della Società (o parte di esse), prive di indicazione del valore nominale, rivenienti dall’Aumento di Capitale.

**“Piano”**: il Piano Strategico Industriale del Gruppo per il periodo 2022-2024 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società il 22 giugno 2022.

**“Prezzo di Sottoscrizione”**: è il Prezzo, uguale per tutti i sottoscrittori, comprensivo dell’eventuale sovrapprezzo, che sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione in prossimità del rilascio, da parte della CONSOB, della pubblicazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all’ammissione alle negoziazioni su Euronext Milan delle Nuove Azioni.

Esso sarà pari al minore tra:

(i) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 6 (sei) mesi di calendario precedenti il Consiglio di Amministrazione che ha definito il Prezzo di Sottoscrizione; e,

(ii) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di Borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione che ha definito il Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento), fermo restando che, ove esso, in applicazione dei suddetti criteri, dovesse risultare superiore a Euro 14,00 (quattordici/00) sarà fissato ad Euro 14,00 (quattordici/00).

**“Procedura”:** è la Procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di GPI S.p.A. in data 25 maggio 2018 e s.m.i.

**“Regolamento CONSOB OPC”:** il «Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate» adottato dalla CONSOB, ai sensi dell’art. 2391-bis cod. civ. e degli artt. 113-ter, 114, 115 e 154-ter del TUF, con Delibera 12 marzo 2010 n. 17221 e ss.mm.ii.

**“Regolamento Emittenti”:** il Regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, approvato da CONSOB con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e ss.mm.ii.

**“TUF”:** il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato.

**GPI S.p.A.**  
Il Vice Presidente

  
(Andrea Mora)



The Healthcare Partner

Ai Signori componenti  
Il Consiglio di Amministrazione di  
**GPI S.p.A.**

### **PARERE**

*del Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile - nell'esercizio delle funzioni allo stesso attribuite in tema di Operazioni con parti correlate - al Consiglio di Amministrazione del 22 giugno 2022 (\*)*

Egregi Signori,

la prospettata operazione di aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione - come oltre dettagliatamente descritta, ove è previsto che parte dell'aumento sia sottoscritto dalla società controllante FM S.r.l. (che esercita attività di direzione e coordinamento), richiede che, prima della sua formale approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione, il Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile, nell'esercizio delle competenze attribuitegli in tema di operazioni con parti correlate, esprima un preventivo e motivato parere, non vincolante, sull'interesse della Società al compimento dell'operazione con la parte correlata nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

L'Aumento di Capitale, in particolare, così come riportato:

- nell'“Accordo di Investimento”, da sottoscriversi tra CDP *Equity*, da un lato, Fausto Manzana, FM e GPI dall’altro lato, che disciplina, tra l’altro, i termini e le condizioni per l’esecuzione dell’Aumento di Capitale a supporto del Piano 2022-2024, nonché alcune pattuizioni parasociali relative alla governance di GPI;
- nell’“Accordo di Collocamento e Garanzia” da sottoscriversi tra GPI e Banca Finint (quest’ultima anche “*Lead Investor*”), che disciplina (a) i termini e le condizioni per il collocamento da parte del *Lead Investor* dell’intera Tranche Istituzionale presso Altri Investitori, e (b) gli impegni del *Lead Investor* per l’eventuale sottoscrizione in garanzia di una parte della Tranche Istituzionale che risulti eventualmente non sottoscritta dagli Altri Investitori;
- negli “Accordi con i Co-Garanti” da sottoscriversi tra GPI e i Co-Garanti Mediocredito Trentino-Alto Adige S.p.A. e SEAC Fin S.p.A.,

documenti, alla data odierna, tutti non ancora formalizzati ma di contenuto sostanzialmente concordato.

Nei predetti documenti è previsto l’aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441 cod. civ., 5° comma, per un importo massimo di Euro 140.000.000,00 (centoquarantamiloni/00), incluso l’eventuale sovrapprezzo, al Prezzo di Sottoscrizione (come infra definito), uguale per tutti i sottoscrittori, che sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società in prossimità del rilascio, da parte della CONSOB, dell’autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto informativo predisposto ai sensi dell’art. 14-bis Regolamento (UE) 2017/1129.

(\*) Per le Definizioni si rimanda a quanto riportato in calce al presente documento

**GPI SpA**

I-38123 Trento (TN). Via Ragazzi del '99, n. 13  
T +39 0461 381515 / F +39 0461 381599  
info@gpi.it / PEC gpi@pec.gpi.it

R.I. TN / P.I. / C.F. / 01944260221  
R.E.A. C.C.I.A.A. TN nr. 189428  
Cap. Soc. Euro 8.544.963,90 i.v.



[www.gpi.it](http://www.gpi.it)

Nel rispetto degli accordi sopra richiamati:

- (i) FM, si è impegnata a sottoscrivere, al Prezzo di Sottoscrizione, Nuove Azioni per complessivi Euro 35.000.000,00 (trentacinquemilioni/00), incluso l'eventuale sovrapprezzo;
- (ii) CDP *Equity* si è impegnata a sottoscrivere, al Prezzo di Sottoscrizione, Nuove Azioni per complessivi Euro 70.000.000,00 (settantamilioni/00), incluso l'eventuale sovrapprezzo e
- (iii) Banca Finint, nella sua qualità di *Lead Investor*, si è impegnata a fare quanto necessario al fine di strutturare, negoziare e completare il processo di ricerca, selezione e coinvolgimento del numero più ampio possibile di Altri Investitori che, a loro volta, si impegnino irrevocabilmente a sottoscrivere, al Prezzo di Sottoscrizione, Nuove Azioni per complessivi Euro 35.000.000,00 (trentacinquemilioni/00), incluso l'eventuale sovrapprezzo.  
Banca Finint, altresì, si è impegnata irrevocabilmente, unitamente ai Co-Garanti, a sottoscrivere, pro-quota, la parte di Aumento di Capitale che non dovesse essere eventualmente sottoscritta dagli Altri Investitori.

Il Prezzo di Sottoscrizione di ciascuna delle Nuove Azioni che sarà definito dal Consiglio di Amministrazione sarà pari al minore tra:

- (i) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (*VWAP*) delle azioni della Società registrato nel corso dei 6 (sei) mesi di calendario precedenti il Consiglio di Amministrazione che definirà il Prezzo di Sottoscrizione; e,
- (ii) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (*VWAP*) delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di Borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione che ha definirà il Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento),

fermo restando che, ove il minore di tali importi, calcolato in applicazione dei suddetti criteri, dovesse risultare superiore a Euro 14,00, il Prezzo di Sottoscrizione sarà definitivamente fissato in tale ultimo importo.

Le Nuove Azioni che saranno emesse in occasione dell'Aumento di Capitale avranno le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie GPI in circolazione.

Si prevede che la sottoscrizione e la completa esecuzione dell'Aumento di Capitale avvenga entro la fine del prossimo mese di settembre.

\* . \* . \*

L'Operazione si identifica come operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi degli indici individuati nell'Allegato 3 del Regolamento CONSOB OPC per la cui esecuzione, ai sensi della specifica procedura approvata dalla società nel maggio 2018 - poi successivamente aggiornata - è richiesto a codesto Comitato di rilasciare il preventivo parere, non vincolante, sull'interesse della Società al suo compimento, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

L'indice che la Società ha applicato per definire l'Operazione un'«Operazione di maggiore rilevanza» è quello del "Controvalore", riferito alla *tranche* dell'Aumento di Capitale riservato alla parte correlata FM.

Ai sensi dell'«Allegato 3» del Regolamento CONSOB OPC, esso è definito come il «... rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, ove redatte). ...»

Conseguentemente, sulla base dei seguenti valori:

- |  |                     |
|--|---------------------|
| 1) Controvalore:                                     | Euro 35.000.000,00  |
| 2) Patrimonio netto consolidato al 31 dicembre 2021: | Euro 106.232.354,00 |
| 3) Capitalizzazione di borsa al 30 dicembre 2021:    | Euro 297.646.084,80 |

il "Controvalore" risulta, in ogni caso, superiore al 5% sia che lo si rapporti al «Patrimonio netto consolidato» al 31 dicembre 2021 ovvero alla «Capitalizzazione di Borsa» al 30 dicembre 2021.

\* . \* . \*

Il Comitato si è riunito in data 13 giugno 2022 ed ha svolto, sulla base della bozza dell'Accordo di Investimento e delle esaustive informazioni riferite dal Vice Presidente, un esame approfondito dei termini dell'Aumento di

Capitale; in detta sede ha deliberato di avvalersi - nel rispetto delle previsioni di cui al punto 5.4 della Procedura - del parere di un esperto indipendente per una compiuta valutazione della correttezza sostanziale delle condizioni ed in particolare dei criteri previsti nell'Accordo di Investimento per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione delle Nuove Azioni.

L'esperto è stato individuato, previa valutazione di altri profili e verifica della sussistenza dei requisiti di indipendenza di cui al Regolamento CONSOB OPC, nel prof. Maurizio Dallocchio il cui Parere viene allegato al presente documento sotto la lettera "A".

Nel corso del Consiglio di Amministrazione del 17 giugno 2022 sono stati dettagliatamente illustrati i principali termini e condizioni dell'Aumento di Capitale, l'interesse della Società a procedere con esclusione del diritto di opzione, le motivazioni, le tempistiche e gli eventuali rischi connessi.

Successivamente il Comitato si è riunito in data 20 giugno ed hanno preso parte alla riunione il Vice Presidente della Società ed il prof. Maurizio Dallocchio.

Il Vice presidente ha aggiornato in ordine alle ultime modifiche apportate alla bozza di Accordo di *Investimento*. Il prof. Dallocchio ha in dettaglio anticipato il contenuto del proprio parere riportato nel documento avente ad oggetto "*parere in merito all'adeguatezza dei criteri di determinazione del prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale di GPI*".

In data 21 giugno 2022 la riunione del Comitato è proseguita, in detta sede è stata acquisita la versione definitiva del parere dell'esperto indipendente ed è stato definito il testo del presente parere.

\* . \* . \*

Preso atto:

- del positivo impatto in termini di rafforzamento della struttura patrimoniale nell'ottica del conseguimento degli obiettivi aziendali riportati nel Piano 2022-2024 derivante dall'ingresso nell'azionariato della Società, con una quota rilevante, di un socio istituzionale quale CDP Equity che si auspica possa recare in prospettiva considerevoli vantaggi sotto più punti di vista, oltre all'immediato apporto di liquidità;
- del fatto che l'Accordo di Investimento prevede il coinvolgimento nell'Aumento di Capitale di Altri Investitori di adeguato *standing*, che ne condividono il progetto e che consentano una più celere realizzazione dell'Operazione
- del fatto che la sottoscrizione delle Nuove Azioni è prevista a pari condizioni per tutti i sottoscrittori;
- del parere dell'esperto indipendente che è giunto alla conclusione "che i criteri individuati nella bozza dell'Accordo di investimento ai fini della determinazione del Prezzo di Sottoscrizione siano adeguati – in quanto ragionevoli e non arbitrari –" e che le modalità applicative del metodo di quotazione di Borsa sono state ritenute in linea con la prassi riscontrata nell'ambito di operazioni similari ed in esito ad una simulazione svolta del confronto tra quello che sarebbe stato il prezzo di sottoscrizione alla data del 17 giugno 2022 ed i valori di emissione dei titoli sulla base della metodologia prevista dall'Accordo di Investimento, è stato riscontrato uno scostamento non ritenuto significativo.

Il Comitato, svolti gli opportuni approfondimenti, ha ritenuto sussistere le condizioni di interesse e convenienza della Società a concludere l'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione con la parte correlata FM per le ragioni di seguito elencate:

- l'Accordo di Investimento prevede al punto 5.5.2 (i) come presupposto essenziale che ha determinato CDP Equity ed FM a sottoscrivere l'Accordo di Investimento e la condivisione del Piano, la circostanza che "FM venga a detenere una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia del 44% del capitale sociale di GPI e almeno pari al 50%+1 dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della Società.", come di prassi avviene in operazioni analoghe;
- il mantenimento della posizione di controllo da parte di FM, Socio fondatore, in un contesto che vede la possibilità di conseguire importanti obiettivi di crescita e posizionamento della Società quale leader nel settore della fornitura dei servizi software in ambito healthcare, rappresenta per il mercato una garanzia di stabilità.

Le condizioni con cui l'Aumento di Capitale verrà eseguito, come in dettaglio si evince dalla richiamata relazione dell'esperto indipendente, rispettano il requisito della correttezza sostanziale

Il Comitato è stato informato delle attività di interlocuzione con la parte correlata, ha preso visione delle bozze degli accordi sopra richiamati ed ha costantemente interloquito con i soggetti coinvolti nell'istruttoria dell'operazione avendo in tal modo ad ora riscontrato il rispetto della correttezza procedurale.

Si ricorda che ai sensi degli articoli 2441 c. 6 del Codice Civile e 158 D. Lgs. N. 58/98, in prossimità dell'esecuzione dell'Aumento predetto Consiglio di Amministrazione sarà chiamato a redigere una relazione nella quale saranno illustrate le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione ed i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione, mentre la società di revisione sarà chiamata ad esprimere il proprio parere sulla congruità di detto prezzo di emissione delle azioni a tale data.

#### Conclusioni

Il Comitato, preso atto del processo istruttorio adottato dalla Società, valutate le motivazioni che hanno indotto alla definizione dell'Accordo di Investimento, esaminata la documentazione messa a disposizione, tenuto conto del parere dell'esperto indipendente in ordine all'adeguatezza dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni,

#### esprime parere favorevole

al compimento della descritta operazione di Aumento di Capitale con la parte correlata FM.

Per il Comitato Controllo e Rischi e dello Sviluppo sostenibile

*La Presidente*



*(Edda Delon)*

Trento, 21 giugno 2022

\* \* \*

## **DEFINIZIONI**

**“Accordi con i Co-Garanti”:** sono gli accordi che saranno sottoscritti tra GPI e i Co-Garanti.

**“Accordo di Collocamento e Garanzia”:** è l'accordo definitivo e vincolante di collocamento e garanzia, che sarà sottoscritto tra GPI e il *Lead Investor*, che disciplina (a) i termini e le condizioni per il collocamento da parte del *Lead Investor* dell'intera Tranche Istituzionale presso Altri Investitori, e (b) gli impegni del *Lead Investor* per l'eventuale sottoscrizione in garanzia di una parte della Tranche Istituzionale che risulti eventualmente non sottoscritta dagli Altri Investitori.

**“Accordo di Investimento”:** è l'accordo che sarà sottoscritto tra CDP *Equity*, da un lato, Fausto Manzana, FM S.r.l. e GPI S.p.A. dall'altro lato, che disciplina, tra l'altro (*i*) i termini e le condizioni per l'esecuzione dell'Aumento di Capitale a supporto del Piano Strategico Industriale 2022-2024 e per la sua sottoscrizione da parte di FM, CDP *Equity* e Altri investitori, (*ii*) la definizione delle nuove regole di governo societario che saranno implementate dalla Società a partire dalla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

**“Altri Investitori”:** sono i soggetti investitori di adeguato standing reputazionale, italiani o stranieri - ma in ogni caso di numero complessivo, considerando anche FM e CDP *Equity*, non superiore a 150 (centocinquanta) - aventi i requisiti di “clienti professionali” ai sensi del Regolamento Intermediari adottato dalla CONSOB con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e successive modifiche, ai quali è riservata la Tranche Istituzionale dell'Aumento di Capitale.

**“Aumento di Capitale”:** l'aumento del capitale sociale dell'Emittente, a pagamento in via inscindibile, che sarà deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Società nell'esercizio della delega che gli sarà conferita dall'assemblea degli azionisti, per un importo massimo complessivo di Euro 140.000.000

(centoquarantamiloni/00), comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive dell'indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle prive del beneficio al voto maggiorato già in circolazione, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, 5° comma, cod. civ.

**"Banca Finint"**: Banca Finanziaria Internazionale S.p.A., con sede legale in Italia, in Conegliano (TV), Via Vittorio Alfieri n. 1, Codice Fiscale e Registro delle Imprese di Treviso-Belluno n. 04040580963, Gruppo IVA Finint S.p.A. - P.IVA n. 04977190265, REA della CCIAA di Treviso-Belluno n. TV-372945; società unipersonale.

**"CDP Equity"**: Cassa Depositi e Prestiti *Equity* S.p.A., con sede legale in Italia, in Milano, Via San Marco 21/A, Codice fiscale, Partita IVA e numero d'iscrizione al Registro Imprese di Milano n. 07532930968, REA della CCIAA di Milano n. MI-1965330; sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

**"Co-Garanti"**: indica Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A. e SEAC Fin S.p.A.

**"CONSOB"**: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.

**"Documento Informativo"**: il Documento informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento CONSOB OPC.

**"FM"**: FM S.r.l., con sede legale in Italia, in Bussolengo (VR), Via Borgolecco, n. 15, Codice Fiscale, Partita IVA e numero d'iscrizione al Registro Imprese di Verona n. 03822520239 - REA della CCIAA di Verona n. VR-368440.

**"GPI"** o **"Emittente"** o **"Società"** o **"Capogruppo"**: GPI S.p.A., con sede legale in Italia, in Trento - Via Ragazzi del '99 n. 13, iscritta al Registro delle Imprese di Trento, Codice Fiscale, Partita IVA n. 01944260221 - REA della CCIAA di Trento n. TN-189428, con capitale sociale pari ad Euro 8.780.059,60 i.v., rappresentato da n. 18.260.496 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale.

**"Lead Investor"**: indica Banca Finint.

**"Nuove Azioni"**: sono le azioni ordinarie di GPI che saranno emesse a seguito dell'esecuzione e dell'intera sottoscrizione dell'Aumento di Capitale.

**"Operazione"**: è la prospettata operazione di aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione circoscritta alla sottoscrizione della parte riservata alla società controllante FM.

**"Piano 2022-2024"**: il Piano Strategico Industriale del Gruppo per il periodo 2022-2024, nella versione allegata all'Accordo di Investimento, che sarà approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società contestualmente alla delibera di approvazione dell'Accordo di Investimento.

**"Procedura"**: è la Procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di GPI S.p.A. in data 25 maggio 2018 e s.m.i.

**"Regolamento CONSOB OPC"**: il «Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate» adottato dalla CONSOB, ai sensi dell'art. 2391-bis cod. civ. e degli artt. 113-ter, 114, 115 e 154-ter del TUF, con Delibera 12 marzo 2010 n. 17221 e ss.mm.ii.

**"Tranche Istituzionale"**: è la quota di Aumento di Capitale che sarà sottoscritta dagli Altri Investitori e/o, in mancanza (o per la parte eventualmente non coperta dagli Altri Investitori), dal *Lead Investor* e dai Co-Garanti ai sensi e per gli effetti degli impegni assunti da questi ultimi nei confronti di GPI.

Spettabile  
GPI Spa  
Via Ragazzi del '99 n. 13  
38123 Trento

Alla cortese attenzione del Comitato Controllo, Rischi e Sviluppo Sostenibile ("Comitato")

Milano, 21 giugno 2022

OGGETTO: PARERE IN MERITO ALLA ADEGUATEZZA DEI CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI SOTTOSCRIZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE DI GPI

**A. Premessa**

Prossimamente, il Consiglio di Amministrazione della GPI Spa ("GPI", "Società" o "Emittente"), società con azioni quotate su Euronext Milan e sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di FM Srl ("FM"), sarà chiamato a deliberare, tra l'altro, la stipulazione di un accordo di investimento e *governance* ("Accordo di Investimento") con CDP Equity Spa ("CDPE"), la suddetta FM e il Sig. Fausto Manzana, socio di controllo di FM (congiuntamente, "Parti").

L'Accordo di Investimento prevede, in particolare, l'obbligo delle Parti di dare esecuzione a un aumento del capitale sociale dell'Emittente inscindibile, a pagamento e in denaro, con esclusione del diritto di opzione *ex art.* 2441, comma 5, c.c., per un importo complessivo di 140 milioni di Euro ("Aumento di Capitale"), che verrà deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Società a seguito di delega all'uopo attribuita dall'Assemblea degli Azionisti della medesima, al fine di fornire adeguato supporto a un piano industriale di ulteriore crescita e consolidamento dell'Emittente ("Piano"), cui parteciperanno, tra gli altri, il socio di controllo FM e CDPE, quest'ultima in qualità di *cornerstone investor* nonché *partner* strategico e istituzionale ("Operazione").

L'Aumento di Capitale avverrà a termini, condizioni e prezzi uguali e contestuali per tutti i sottoscrittori e sarà così articolato:

- i) una prima porzione, pari a complessivi 35 milioni di Euro, sarà sottoscritta e integralmente versata da FM, in esecuzione dell'impegno di sottoscrizione assunto con l'Accordo di Investimento, al venire meno delle condizioni sospensive ivi previste ("Tranche FM");
- ii) una seconda porzione, pari a complessivi 70 milioni di Euro, sarà sottoscritta e integralmente versata da CDPE, in esecuzione dell'impegno di sottoscrizione anch'esso assunto con

l'Accordo di Investimento, al venire meno delle condizioni sospensive ivi previste ("Tranche CDPE");

- iii) una terza e ultima porzione, pari a complessivi 35 milioni di Euro, sarà sottoscritta e integralmente versata dal maggior numero possibile di investitori istituzionali di adeguato *standing* reputazionale ("Investitori Istituzionali"), individuati e coordinati da Banca Finanziaria Internazionale Spa ("Banca Finint") nell'ambito di un apposito processo di selezione e aggregazione dei suddetti Investitori Istituzionali ("Tranche Istituzionale").

A tale riguardo, è previsto che la stessa Banca Finint, nonché Mediocredito Trentino-Alto Adige Spa e SEAC Spa, assumano un impegno irrevocabile di garanzia di sottoscrizione della Tranche Istituzionale, in quote sostanzialmente paritetiche, per il caso in cui le azioni oggetto della Tranche Istituzionale non dovessero essere interamente collocate presso gli Investitori Istituzionali.

Il prezzo di sottoscrizione delle azioni destinate al servizio dell'Aumento di Capitale ("Prezzo di Sottoscrizione"), uguale per tutti i sottoscrittori, sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione di GPI, nel rispetto delle previsioni di cui all'art. 2441, comma 6, c.c., in prossimità del rilascio da parte della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("CONSOB") dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo da predisporvi ai sensi dell'art. 14-bis Regolamento UE 2017/1129 ("Prospetto Informativo"). È attualmente previsto che il Consiglio di Amministrazione in questione possa tenersi nel prossimo mese di settembre 2022, compatibilmente con la tempistica dell'istruttoria di CONSOB sul Prospetto Informativo.

Secondo quanto previsto dall'Accordo di Investimento, il Prezzo di Sottoscrizione sarà pari al minore tra:

- i) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati ("VWAP"<sup>1</sup>) delle azioni della Società registrato nel corso dei 6 (sei) mesi di calendario precedenti il Consiglio di Amministrazione che determinerà il Prezzo di Sottoscrizione; e,
- ii) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati ("VWAP") delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di Borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione che determinerà il Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento),

fermo restando che, qualora (e solo se) il Prezzo di Sottoscrizione determinato facendo applicazione dei predetti criteri dovesse risultare superiore a un importo massimo stabilito tra le parti all'atto della stipulazione dell'Accordo di Investimento in coerenza con i due criteri di cui sopra applicati alla data più prossima alla stipulazione dell'Accordo di Investimento ("Cap Prezzo"), esso sarà definitivamente fissato in misura pari al Cap Prezzo.

La prospettata Operazione di Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione, per la parte di Aumento di Capitale riservata alla sottoscrizione di FM, configura, come ovvio, un'operazione con parte correlata ("OPC"). La stessa, inoltre, si qualifica come operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi degli indici individuati dall'Allegato 1 del Regolamento CONSOB recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i.).

Conseguentemente, prima dell'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di GPI, ai sensi e nel rispetto del Regolamento CONSOB OPC e dell'art. 3 della

---

<sup>1</sup> Acronimo per il termine anglosassone "Volume Weighted Average Price".

Procedura OPC approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società il 25 maggio 2018 e s.m.i. ("Procedura") il Comitato, nell'esercizio delle funzioni attribuitegli dal Consiglio di Amministrazione, è chiamato ad esprimere un proprio motivato parere ("Parere Comitato"), ancorché non vincolante, circa l'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Alla data del presente Parere, l'Accordo di Investimento non è ancora stato approvato dagli organi societari né sottoscritto dalle Parti, e come ovvio non ne è stata ancora data comunicazione al mercato.

#### **B. Oggetto e natura del Parere**

Conformemente all'incarico ("Incarico") conferito dal Consiglio di Amministrazione per il Comitato<sup>2</sup> a DGPA & Co. Srl e al Prof. Maurizio Dallocchio<sup>3</sup> ("Esperto") e formalizzato in data 15 giugno 2022, la Società ha richiesto a chi scrive la disponibilità ad affiancarlo nella valutazione e nel rilascio del Parere Comitato, che dovrà essere redatto e illustrato in tempo utile al Consiglio di Amministrazione dell'Emissente ai fini dell'assunzione delle necessarie delibere relative alla sopra descritta Operazione.

In particolare, ai sensi e nel rispetto del Regolamento CONSOB OPC, il Comitato ha chiesto al sottoscritto di esprimere una valutazione indipendente in merito alla adeguatezza dei criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione sopra illustrati, alla luce di quanto prescritto dall'art. 2441, comma 6, c.c. nonché delle specifiche finalità della Procedura<sup>4</sup> e del Parere Comitato, tenuto anche conto, ove ritenuto opportuno, di operazioni similari avvenute in precedenza.

Alla data del presente Parere, la Società ha comunicato al sottoscritto un importo del Cap Prezzo, quale concordato in via non definitiva tra le parti, che attualmente – ma con riserva di conferma – risulta attestato a Euro 14,00 (quattordici/00).

Lo scrivente dichiara di non essere legato a GPI da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio, e di non aver mai ricevuto o svolto incarichi professionali conferiti dalla suddetta Società. Inoltre, conferma di: a) non avere, neppure indirettamente, interessi nell'Operazione; b) non avere relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: i) le società coinvolte nell'Operazione; ii) i soggetti che le controllano; iii) le altre società controllate da GPI; iv) gli Amministratori delle società di cui ai punti i), ii) e iii) che precedono.

Il presente Parere è espresso esclusivamente nell'interesse e a beneficio del Comitato di GPI riguardo all'Aumento di Capitale e ai soli fini dello stesso, e non potrà essere usato a fini diversi.

---

<sup>2</sup> Alla data del presente documento è composto dalla presidentessa Dott.ssa Edda Delon e dai membri Dott. Paolo De Santis e Dott. Michele Andreaus.

<sup>3</sup> Società di cui il Prof. Maurizio Dallocchio è fondatore e *partner*.

<sup>4</sup> Si fa riferimento alle regole, modalità e principi volti ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle Operazioni con Parti Correlate.

Lo scrivente intende, in particolare, fornire al Comitato elementi atti a consentire allo stesso di valutare, nella sua piena autonomia di giudizio, gli aspetti metodologici richiesti. L'Esperto non autorizza terze parti a fare affidamento sulle analisi e sulle conclusioni esposte nel Parere e declina espressamente ogni responsabilità per gli eventuali danni derivanti da un utilizzo dello stesso per scopi e/o finalità diversi da quelli indicati.

Il Parere si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato e, più in generale, sulle altre condizioni esistenti alla data corrente, nonché sulla documentazione e sulle informazioni che sono state fornite allo scrivente sino ad oggi, e specificate al successivo paragrafo E.

Eventi verificatisi e/o che si potranno verificare successivamente alla data del Parere, ivi incluso l'andamento del corso del titolo della Società, potrebbero incidere sui presupposti e sul contenuto del Parere medesimo, ma lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare o modificare o confermare il Parere.

Il Parere è rilasciato in un contesto in continua evoluzione. Eventuali modifiche, successive alla data del presente Parere, degli aspetti strutturali o regolamentari dei settori di operatività della Società, e dell'economia in generale, potrebbero influire sulle conclusioni del presente Parere. Anche a tale riguardo lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare o modificare o confermare il Parere.

Si precisa che lo scrivente opera in qualità di consulente finanziario, e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione professionale di natura, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, legale, contabile, fiscale, industriale, ambientale e tecnica.

La predisposizione del Parere e più in generale lo svolgimento dell'Icarico assegnato non comporta alcun coinvolgimento dello scrivente nella gestione e nell'attività della Società, né nelle decisioni del Comitato di GPI e/o di qualsiasi terzo in merito alla convenienza dell'Aumento di Capitale, alle condizioni alla data odierna previste o a condizioni diverse.

Le analisi sono state svolte al solo scopo di valutare l'adeguatezza dei criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione individuati dall'organo amministrativo della Società. Il presente Parere non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società all'Operazione, né sulla fattibilità e sulle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'Operazione<sup>5</sup>.

Il Parere risulta di supporto al Comitato per valutare la convenienza e correttezza sostanziale dell'Operazione, da parte dello stesso Comitato, delle condizioni della stessa (quanto al Prezzo di Sottoscrizione). Il Parere si basa sul presupposto che il prospettato Aumento di Capitale e i termini e condizioni dello stesso vengano valutati dal Comitato della Società in autonomia di giudizio.

Tenuto conto dell'*iter* previsto relativo alle determinazioni finali degli organi competenti, alla data del presente Parere lo scrivente non può che esprimersi unicamente sulla adeguatezza, dal punto di vista metodologico, dei criteri individuati e proposti per la determinazione del Prezzo di

---

<sup>5</sup> Secondo quanto rintracciabile in dottrina, un esperto indipendente non deve essere chiamato a rilasciare un parere sull'interesse della società (prescritto dagli artt. 7 e 8 del Regolamento CONSOB), in quanto tale valutazione è rimessa all'esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione, previo parere – in determinati casi – del Comitato. Cfr. "Valutazioni e pareri valutativi: il ruolo dei consiglieri indipendenti e degli organi di controllo. Operazioni fra parti correlate: gli incarichi", Avv. R. Guglielmetti, Convegno Nazionale OIV 2018 sulla Valutazione d'Azienda.

Sottoscrizione.

### C. Limitazioni ed esclusioni

Nella predisposizione del presente Parere lo scrivente ha fatto affidamento, senza compiere alcuna verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutta la documentazione e di tutte le informazioni, ricevuta in forma scritta e/o orale, non assumendo alcuna responsabilità, né fornendo alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo. Chi scrive non ha intrapreso alcun accertamento e/o valutazione indipendente della documentazione e delle informazioni utilizzate.

Sulla base di quanto rappresentato dalla Società, lo scrivente ha assunto che non vi siano elementi informativi o fatti non portati a sua conoscenza che possano rendere incompleti o fuorvianti l'insieme dei dati e delle informazioni ricevute e non ha pertanto svolto alcuna autonoma verifica in merito alla completezza e all'esaurività delle informazioni e dei dati forniti.

Lo scrivente ha ricevuto conferma che, per quanto a conoscenza degli Amministratori della Società, alla data del presente Parere non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione, o altri fatti o circostanze che possano avere un effetto sui criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione.

Le attività condotte dallo scrivente non hanno previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza lo scrivente non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci o sulle relazioni finanziarie infra-annuali di GPI e delle società dalla stessa controllata, delle società collegate, o su qualsiasi altra informazione finanziaria.

Lo scrivente, inoltre, non ha fornito, ottenuto o esaminato, per conto di GPI, alcun parere specialistico, quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, pareri legali, contabili o fiscali: il Parere, di conseguenza, non tiene in considerazione le possibili implicazioni riguardanti tali aspetti.

GPI è stata esaminata in ottica *stand alone* e in condizioni "normali" di funzionamento (*going concern*) con riferimento alla situazione in atto e alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Parere, non tenendo conto di eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, ed escludendo dalle analisi tutti gli elementi non ragionevolmente prevedibili e non coerenti con i principi di logica e prudenza comunemente adottati.

In particolare, le analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali, contabili, finanziari, operativi dell'Aumento di Capitale e dell'Operazione.

In merito alle informazioni di natura privata, l'Esperto ha assunto che il Piano strategico industriale di GPI, impiegato per l'analisi delle prospettive della Società alla data corrente, sia stato formulato secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni a oggi disponibili del suo *management*.

Inoltre, lo scrivente, con il presente Parere:

- non esprime alcuna raccomandazione ad alcun soggetto in merito all'acquisto o alla vendita di titoli azionari o strumenti finanziari di GPI;
- non analizza né compara soluzioni alternative all'Aumento di Capitale o gli effetti di qualsiasi altra operazione che GPI potrebbe o avrebbe potuto perseguire;
- non fornisce alcuna valutazione o raccomandazione ai titolari di azioni di GPI riguardo al voto che essi potranno esprimere nell'Assemblea degli Azionisti da tenersi in relazione all'Operazione.

#### D. **Restrizioni all'uso del Parere**

Il presente Parere è espresso esclusivamente nell'interesse e a beneficio del Comitato di GPI, riguardo all'Aumento di Capitale e ai soli fini dello stesso, mentre non è espresso per conto, né conferirà diritti o rimedi agli azionisti di GPI o ad alcun altro soggetto, o potrà essere utilizzato per fini diversi.

Nell'accettare il presente Parere, inoltre, il Comitato di GPI acconsente che lo stesso sia riservato e non possa essere divulgato a soggetti terzi e/o riprodotto, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione scritta dell'Esperto, fatti salvi gli eventuali adempimenti di legge e le eventuali richieste delle Autorità competenti.

Il presente Parere potrà comunque essere consegnato alla Società di Revisione di GPI, tenuta a redigere una relazione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 5 e 6 e dell'art. 158, comma 1, D. Lgs. 58/1998, così come al Collegio Sindacale della Società.

L'Esperto non assume alcuna responsabilità in relazione alle attività svolte da altri soggetti che, a vario titolo, acquisiscono il presente Parere. In particolare, rientra nell'esclusiva responsabilità di altri esperti incaricati dedurre eventuali conclusioni dal Parere e/o fare affidamento su informazioni e/o dati citati nello stesso. Pertanto, lo scrivente non fornisce alcuna garanzia in merito all'adeguatezza del Parere per le finalità proprie di altri esperti, né accetta alcuna responsabilità per ogni danno derivante dall'utilizzo non autorizzato e/o improprio del Parere stesso.

#### E. **Documentazione e informazioni utilizzate**

Il presente Parere, finalizzato alla valutazione dell'adeguatezza dei criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione individuati dal Consiglio di Amministrazione, si basa unicamente sulla documentazione e sulle informazioni di seguito specificate<sup>6</sup>, fornite da GPI:

- GPI, Bozza del documento "Investor Presentation", giugno 2022;
- Bozza datata 14 giugno 2022 dell'Accordo di Investimento tra CDP Equity Spa e Sig. Fausto

---

<sup>6</sup> L'intera documentazione è depositata presso lo Studio del Prof. Dallocchio, via Crocefisso 27, 20122 Milano.

Manzana, FM Srl e GPI Spa;

- BCG, Bozza della nota riguardante aspetti di carattere strategico per GPI, maggio 2022;
- GPI, Piano industriale strategico 2022-2024;
- GPI, Aumenti di capitale vs parti correlate, maggio 2022;

e sulle informazioni di pubblico dominio o desunte da banche dati specialistiche (Bloomberg, Refinitiv, Mergermarket, Zephyr), ritenute rilevanti ai fini delle analisi, quali:

- relazioni finanziarie annuali e infra-annuali del gruppo GPI;
- Procedura OPC di GPI;
- comunicati stampa e presentazioni alla comunità finanziaria di GPI;
- quotazioni di Borsa e volumi di negoziazione;
- ricerche di *broker* e banche di investimento, contenenti *target price* e proiezioni economico-patrimoniali di *consensus*;
- prospetti relativi a operazioni similari.

Tutte le analisi condotte fanno riferimento allo stato di informazioni disponibili alla data del 17 giugno 2022.

#### **F. Descrizione della Società**

GPI opera da oltre 30 anni nel campo dell'informatica socio-sanitaria e dei nuovi servizi *hi-tech* per la salute. Implementando una strategia di crescita esterna, attraverso investimenti in operazioni di *merger & acquisition* ("M&A") e *partnership* con Università e Centri di Ricerca, la Società è presente sia sul territorio nazionale che internazionale.

GPI, combinando competenze specialistiche in ambito *Information Technology* e capacità di consulenza e progettazione, offre soluzioni utilizzate da più di 2.700 clienti in oltre 70 Paesi:

- *Software*: sistemi informatici modulari e integrati per la gestione dei processi clinici e amministrativo-contabili delle strutture ospedaliere, dei processi socioassistenziali delle strutture sanitarie sul territorio e dei processi caratteristiche delle Pubbliche Amministrazioni;
- *Care*: servizi e tecnologie per l'accoglienza, la presa in carico, la cura e l'*empowerment* dei pazienti. Rientrano in questa linea di *business* i servizi di telemedicina, la progettazione e produzione di protesi su misura con stampanti 3D, la gestione multicanale dei servizi CUP<sup>7</sup> (*contact center*, servizi di sportello e soluzioni digitali);
- *Automation*: sistemi di automazione della *supply chain* del farmaco per ospedali e farmacie;
- *ICT*: consulenza e analisi dell'efficienza delle componenti *hardware* e *software* per garantire la continuità operativa;

---

<sup>7</sup> Acronimo per Centri Unici di Prenotazione.

- *Pay:* tecnologie *e-payment* innovative e servizi integrati per Retail, PA e Sanità.

GPI si posiziona oggi come operatore primario nell'ambito dei servizi tecnologici (*software* sanitari e ICT, circa 12% di quota di mercato) e di servizio alla sanità (BPO<sup>8</sup>/CUP, circa 55% di quota di mercato), con 327 milioni di Euro di ricavi di vendita al 2021 (+17% CAGR '18-'21) e 50 milioni di Euro di EBITDA (+20% CAGR '18-'21).

Tabella 1: Dati e indicatori finanziari consolidati di sintesi del gruppo GPI per gli esercizi 2020-2021.

<b>Dati Economici Consolidati</b>	<b>2021</b>	<b>2020 rivisto</b>	<b>Variazioni</b>	<b>%</b>
Ricavi ed altri proventi	326.902	271.020	55.882	20,6%
Ricavi Adjusted	298.057	250.875	47.182	18,8%
<b>EBITDA</b>	<b>49.827</b>	<b>40.164</b>	<b>9.663</b>	<b>24,1%</b>
<b>EBITDA % adjusted</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,0%</b>		<b>0,7%</b>
Risultato ante imposte	16.693	13.272	3.421	ns
<b>Risultato netto</b>	<b>11.258</b>	<b>12.384</b>	<b>(1.126)</b>	<b>-9,1%</b>

valori in migliaia di euro

<b>Stato Patrimoniale Consolidato Riclassificato</b>	<b>2021</b>	<b>2020 rivisto</b>	<b>2021%</b>	<b>2020% rivisto</b>
Capitale Circolante Netto	140.168	109.050	53,6%	47,8%
Immobilizzazioni	166.756	158.377	63,7%	69,5%
Altre Attività (passività) Operative	(45.274)	(39.507)	-17,3%	-17,3%
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>261.650</b>	<b>227.920</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Patrimonio Netto	106.232	83.380	40,6%	36,6%
Indebitamento Finanziario Netto (IFN)	155.418	144.540	59,4%	63,4%
<b>Totale Patrimonio Netto + IFN</b>	<b>261.650</b>	<b>227.920</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

valori in migliaia di euro

<b>Indicatori Alternativi di Performance</b>	<b>2021</b>	<b>2020 rivisto</b>
Crediti Commerciali / Ricavi (GG)	61	54
Att. Da contratti / Crediti, att. Da contratti ed anticipi (%)	71,3%	73,0%
Circolante Netto / Ricavi (GG)	154,00	145,00
IFN / Equity	1,46	1,73
IFN / EBITDA	3,12	3,60
EBITDA / Oneri Finanziari Netti	7,37	7,04
Avviamento e alte attività immateriali / Totale Attivo	31,6%	29,9%
Avviamento e altre attività immateriali / Equity	127,4%	148,2%

Fonte: Relazione finanziaria del gruppo GPI 2021

GPI ha costruito nel tempo un modello di offerta integrato di sanità digitale e servizi che le conferisce un posizionamento distintivo sul mercato rispetto ai principali *competitor*, posizionandosi come un *partner* privilegiato e potenziale acceleratore per la digitalizzazione del Servizio Sanitario Nazionale ("SSN") grazie a quattro *asset* distintivi:

- la proposizione congiunta di *software healthcare* (n. 2 in Italia) e BPO/CUP (n. 1 in Italia), un modello di servizio e presa in carico del paziente pienamente coerente con la necessaria reingegnerizzazione del modello sanitario-assistenziale che integri le tecnologie nei processi clinici/amministrativi del territorio, come previsto dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza ("PNRR");
- il forte orientamento al pubblico (c. 90% dei ricavi) e una presenza radicata sul territorio con 50% di CUP gestiti e ruolo proattivo nello sviluppo delle centrali operative territoriali;

<sup>8</sup> *Business Process Outsourcing* (BPO) è il termine che definisce l'esternalizzazione dei processi gestionali e di controllo di un'azienda che, per tali funzioni, si affida a un *partner* per liberare risorse interne ed indirizzarle verso attività maggiormente orientate al *core business* aziendale.

- una soluzione proprietaria di telemedicina completa e funzionale – certificata come dispositivo medicale;
- competenze e investimenti in aree di rilevanza sistematica per l'Italia (e.g. *cybersecurity, business analytics*).

L'attività di M&A per GPI si conferma come una leva strategica in una logica di continua innovazione e completamento della gamma prodotti, consentendo di consolidare ulteriormente la posizione competitiva della Società in Italia e la sua presenza internazionale.

Tra il 2017 e il 2021 GPI ha investito oltre 100 milioni di Euro in operazioni di acquisizione, ampliando il proprio spettro di competenze ed il posizionamento internazionale. Attualmente, è in corso di finalizzazione l'acquisizione di Tesi Group, società che realizza sistemi informativi nel campo diagnostico, clinico, chirurgico e gestionale.

#### **G. Razionale dell'Operazione**

GPI intende realizzare un progetto industriale pluriennale di crescita e consolidamento e, a tal fine, ha approvato un Piano strategico industriale - di cui all'allegato C dell' Accordo (piano condiviso con CDPE e che sarà approvato in sede di delibera dell'Operazione) - che contiene una dettagliata pianificazione delle attività da svolgersi nell'ambito della prima fase del suddetto progetto, corrispondente al triennio 2022-2024, nonché dei risultati potenzialmente raggiungibili mediante l'implementazione di tali attività da un punto di vista finanziario e di *business* da parte della Società.

Il Piano prevede, *inter alia*, i criteri necessari a:

- i) individuare una serie di acquisizioni, in Italia e all'estero, destinate a completarsi in un arco temporale indicativo di tre anni (2022-2024);
- ii) acquisire competenze e scala dimensionale che permettano a GPI di rafforzare il proprio posizionamento competitivo nel tempo;

nonché l'investimento di una parte dei proventi dell'Aumento di Capitale in aree individuate come prioritarie o comunque strategiche dal PNRR, quali l'ulteriore sviluppo e rafforzamento della digitalizzazione della sanità in Italia e la continuazione dello sviluppo, attualmente già in atto da parte del Gruppo, di un centro di competenze nell'ambito della telemedicina, nonché di iniziative nel campo della *cybersecurity*.

FM e GPI intendono coinvolgere terzi investitori affinché la Società possa dotarsi delle risorse necessarie a realizzare il Piano, il tutto per il tramite di un Aumento di Capitale dell'Emittente di 140 milioni di Euro, soggetto ai termini e alle condizioni già descritte nel paragrafo A. L'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale è stato definito sulla base della stima effettuata da FM e GPI relativa al presumibile fabbisogno previsto dal Piano, tenendo conto anche di altre eventuali forme di sostegno e dell'esigenza di FM di mantenere il controllo sulla Società anche ad esito del completamento dell'Operazione.

CDPE intende partecipare, ai termini e condizioni di cui all'Accordo di Investimento, all'Aumento di Capitale, allo specifico fine di supportare il conseguimento da parte di GPI degli obiettivi indicati nel Piano, la cui coerente realizzazione costituisce per CDPE, unitamente alla circostanza per cui

una quota dell'Aumento di Capitale sia sottoscritta da FM (oltre che dagli Investitori Istituzionali e dai soggetti co-garanti), presupposto essenziale dell'investimento di CDPE medesima.

L'Accordo di Investimento disciplina:

- i) la struttura, i termini e l'articolazione dell'Aumento di Capitale, nonché i termini, le condizioni e gli impegni delle Parti, ciascuna per quanto di competenza, in relazione alla delibera e sottoscrizione di tale Aumento di Capitale, e in particolare i termini e condizioni degli impegni di sottoscrizione assunti da FM e CDPE, le condizioni sospensive ai predetti impegni, gli appositi *set* di dichiarazioni e garanzie e connessi obblighi di indennizzo tra le Parti e gli ulteriori impegni di *lock-up* assunti dalle Parti e dal Sig. Fausto Manzana, nel più ampio contesto dell'Operazione; e
- ii) le nuove regole di governo societario della Società e i rispettivi impegni delle Parti, ciascuna per quanto di competenza, ai fini dell'implementazione di tali regole a partire dall'esecuzione dell'Aumento di Capitale.

Con l'Accordo di Investimento FM, CDPE e GPI si impegnano, per quanto di rispettiva competenza, a perseguire gli obiettivi di cui al Piano, che conferma una traiettoria di crescita solida, supportata da una crescita organica in linea con il mercato e un'accelerazione delle operazioni di M&A sostenuta dall'Aumento di Capitale. In particolare, il Piano prevede circa 280 milioni di Euro di investimenti di acquisizione indirizzati al completamento del portafoglio prodotti e al rafforzamento della posizione competitiva in Italia e all'estero, e circa 50 milioni di Euro di investimenti in ricerca e sviluppo, da tradursi in innovazioni di rilievo in ambito *software*.

GPI opera in un settore di rilevanza sistematica per il Paese - la Sanità digitale - con elevate prospettive di sviluppo guidato da fattori demografici, crescente maturità digitale e innovazioni tecnologiche, in ulteriore accelerazione per effetto del Covid-19 e degli incentivi attesi. L'indispensabile digitalizzazione dei processi sanitari necessaria a garantire la sostenibilità del SSN amplifica ancora di più la rilevanza strategica del settore e la necessità di investire nello stesso.

CDPE aiuterebbe GPI a potenziare un modello di offerta integrato di sanità digitale e servizi, posizionando la Società come un *partner* privilegiato di operatori sanitari pubblici e privati, e acceleratore per la digitalizzazione del SSN. Attraverso l'investimento in capitale di rischio CDPE può dare impulso a GPI, consentendo di sviluppare un'infrastruttura strategica per il sistema sanitario italiano a fronte di rischi molto limitati grazie ad un *core business* solido in un mercato con elevate prospettive di ulteriore sviluppo.

## H. Principali difficoltà di valutazione

Le analisi effettuate, nonché le conclusioni alle quali lo scrivente è giunto, devono essere interpretate anche alla luce delle seguenti principali difficoltà incontrate nel corso del processo di analisi:

- distanza dal momento temporale in cui l'Aumento di Capitale troverà realizzazione: tenuto conto dell'*iter* necessario per pervenire alla delibera consiliare, preceduta dalle verifiche di CONSOB sul Prospetto Informativo, non si può escludere che, nel caso in cui le considerazioni poste alla base dei criteri identificati siano mutate, quanto indicato alla data corrente in

merito all'adeguatezza dei criteri possa risultare non più applicabile alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale;

- volatilità dei mercati finanziari: la situazione complessiva dei mercati, caratterizzata da fenomeni geopolitici e macroeconomici di portata eccezionale, è all'origine di una volatilità dei valori e dei parametri di mercato utilizzati nelle analisi valutative effettuate<sup>9</sup>;
- incertezza legata al futuro andamento dei corsi di Borsa: non si può escludere che il perdurare della crisi e la sua evoluzione, ad oggi non prevedibile, oltre che il continuo flusso di notizie sulle azioni delle banche centrali<sup>10</sup>, possano avere un impatto significativo sui prezzi della Società e che il Prezzo di Sottoscrizione alla data di approvazione possa differire, anche in maniera significativa, rispetto ai valori correnti;
- limitata copertura del titolo GPI da parte degli analisti finanziari: il *consensus* è costituito da solo tre *broker*, con un limitato livello di dettaglio;
- utilizzo di dati previsionali: le grandezze prospettiche consolidate di GPI contenute nel Piano per loro natura contengono elementi di incertezza e sono potenzialmente soggette a variazioni, anche significative, in caso di imprevedibili cambiamenti in generale e, in particolare, del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico di riferimento;
- mappatura e qualificazione dei rischi: pur adottando la Società un sistema di presidi (Codice Etico e Modello 231, in particolare) altamente restrittivo per la gestione e minimizzazione dei rischi, la natura del *business* orientato alle Pubbliche Amministrazioni e le relazioni con i soggetti esterni comportano un numero di rischi significativo, in particolare per quanto concerne l'area *legal & compliance*, anti-corruzione e sicurezza informatica;
- difficile individuazione di aziende significativamente comparabili (per dimensione, risultati storici e modello di *business*) o di transazioni aventi ad oggetto pacchetti azionari o quote di imprese similari alla Società.

## I. Approccio per le valutazioni nell'ambito di aumenti di capitale

Nello svolgimento dell'Icarico, lo scrivente ha condotto il proprio lavoro in ottemperanza con i principi e le metodologie diffusi nell'ambito delle valutazioni aziendali, facendo riferimento in particolare ai Principi Italiani di Valutazione ("PIV") emanati nel 2015 dall'Organismo Italiano di Valutazione ("OIV")<sup>11</sup>, considerati *best practice* nella pratica professionale.

---

<sup>9</sup> In particolare, nella prima parte del 2022 i mercati finanziari italiani hanno risentito dell'acuirsi dell'incertezza e dell'avversione al rischio. Le quotazioni azionarie sono diminuite in connessione con l'avvio dell'invasione russa in Ucraina, e hanno poi recuperato solo parzialmente. Lo *spread* sovrano e i costi di finanziamento delle imprese e delle banche sono saliti. Nel complesso, la guerra ha acuito i rischi al ribasso per il ciclo economico mondiale e al rialzo per l'inflazione.

<sup>10</sup> Il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europe (BCE) ha valutato che il conflitto avrà ripercussioni rilevanti sull'attività economica e sull'inflazione nell'area Euro, e ha annunciato che adotterà tutte le misure necessarie per garantire la stabilità dei prezzi e quella finanziaria, rivedendo il profilo del programma di acquisto di attività finanziarie per i prossimi mesi.

<sup>11</sup> Cfr., *inter alia*, par. III.1 ("Tipologia di incarichi professionali") e IV.3 ("Gli aumenti di capitale").

L'attività professionale richiesta a chi scrive si configura come parere valutativo volto al rilascio di un giudizio in merito all'adeguatezza dei criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione per il perfezionamento dell'Operazione.

Secondo i principi generali, un parere di congruità comporta l'espressione di un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto, oppure solo con riferimento al processo seguito per la sua determinazione. Ciò distingue i pareri di congruità finanziaria (o *fairness opinion*) dai pareri di congruità funzionale (che non entrano nel merito economico delle stime).

Nei pareri di congruità funzionale il giudizio chiesto all'esperto non è di merito, ma solo di metodo, poiché si riferisce alla qualità del processo valutativo svolto. Secondo quanto richiesto allo scrivente dal Comitato mediante la definizione dell'oggetto dell'Incarico, il Parere dell'Esperto rientra in questa seconda categoria.

In queste tipologie di parere valutativo, le motivazioni sottostanti alle scelte metodologiche per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione delle azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale e il processo logico seguito, devono essere inquadrati nel contesto dell'Operazione nel suo complesso.

In considerazione degli elementi sopra riportati, lo scrivente ha esaminato il processo indicato dalla Società in ogni sua fase – fino alla data corrente – con la completezza propria delle valutazioni, e tenuto conto del contesto normativo e procedurale.

L'art. 2441, comma 6, c.c., stabilisce che il prezzo di emissione dei titoli nell'ambito di un aumento di capitale deve essere fissato "*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*".

Con riguardo all'espressione "*valore del patrimonio netto*", si ritiene che tale valore debba ritenersi non come valore patrimoniale in senso stretto, quanto piuttosto come valore del capitale economico della società, individuato sulla base di criteri di valutazione elaborati nella scienza aziendaleistica e ritenuti adeguati nelle specifiche circostanze in cui si colloca l'operazione di aumento di capitale sociale.

Un caso particolare è rappresentato dagli aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5 c.c.. La stima del prezzo di offerta di titoli azionari di nuova emissione nei casi di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione deve rispondere ad un giudizio di equità, cioè di corretto bilanciamento fra le posizioni e gli interessi dei soci preesistenti e dei nuovi entranti.

La stima del prezzo di offerta deve assumere come configurazione di valore di riferimento il "valore normale di mercato". L'unità di valutazione è costituita dal capitale economico nella sua interezza, in una prospettiva "*pre-money*", cioè in una prospettiva che consideri il valore dell'emittente a prescindere dalla creazione di nuovo valore che l'emissione di nuove azioni può comportare.

Questo aspetto assume particolare rilievo per le imprese in fase di crescita per le quali gli aumenti di capitale sono funzionali a sostenere gli investimenti necessari al raggiungimento di specifici traguardi gestionali, e per le quali il valore *pre-money* può risultare significativamente inferiore al valore che considera anche i benefici degli investimenti necessari a realizzare quegli obiettivi gestionali.

Poiché in taluni casi il prezzo di emissione può incorporare parte dei futuri benefici attesi, in cambio di meccanismi protettivi per l'azionista che sottoscrive l'aumento di capitale, nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili dei titoli oggetto

di emissione e gli eventuali accordi tra i soci.

La stima del prezzo di emissione deve considerare, quando appropriate, tutte e tre le metodiche valutative (del reddito, del costo e del mercato), tenuto conto delle condizioni che caratterizzano lo specifico mercato, nonché della prassi prevalente.

### **J. Processo di valutazione della congruità**

Le considerazioni dello scrivente in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà dell'approccio metodologico proposto per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione, hanno tenuto in debito conto le peculiarità specifiche dell'Operazione, anche con riferimento alla componente negoziale manifestata attraverso la bozza di Accordo di Investimento.

Tale bozza descrive analiticamente gli obiettivi, la struttura e le modalità esecutive dell'Operazione e i criteri identificati per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione. In particolare relativamente a quest'ultimo, l'art. 5.4.1 della bozza di Accordo di Investimento prevede che esso sia uguale per tutti i sottoscrittori e sia pari al minore tra:

- i) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 6 (sei) mesi di calendario precedenti il Consiglio di Amministrazione per la definizione del Prezzo di Sottoscrizione; e,
- ii) il prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione per la definizione del Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento),

restando inteso che, ove il Prezzo di Sottoscrizione così determinato dovesse risultare superiore al Cap Prezzo, il Prezzo di Sottoscrizione sarà fissato in una misura pari al Cap Prezzo.

Alla data del presente Parere, la Società ha comunicato al sottoscritto un importo del Cap Prezzo, quale concordato in via non definitiva tra le parti, che attualmente – ma con riserva di conferma – risulta attestato a Euro 14,00 (quattordici/00).

Altra statuizione rilevante ai fini del presente Parere è contemplata all'art. 5.5.2 della bozza di Accordo di Investimento, ove si prevede che, ad esito della integrale sottoscrizione ed esecuzione della Tranche FM, della Tranche CDPE e della Tranche Istituzionale:

- i) FM venga a detenere una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia del 44% del capitale sociale di GPI e almeno pari al 50% +1 dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della Società, e
- ii) CDPE venga a detenere una partecipazione azionaria non inferiore alla soglia del 17% del capitale sociale di GPI.

Questa statuizione implica, di fatto, la previsione di un prezzo di sottoscrizione minimo per il socio FM pari a 10,95 Euro per azione, e un prezzo di sottoscrizione massimo per CDPE pari a 14,9 Euro per azione, a parità di altre condizioni, ferma restando la previsione del Cap Prezzo stabilita tra le Parti all'atto della stipulazione dell'Accordo di Investimento.

Nella bozza di Accordo di Investimento non si è fatto riferimento, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, a metodologie di tipo analitico utilizzando dati economici e

finanziari consuntivi e/o prospettici (quali le grandezze del Piano), ma esclusivamente ad un criterio basato sulle quotazioni di Borsa, seppur determinato su differenti orizzonti temporali.

Nel presente paragrafo lo scrivente svolgerà la propria analisi a beneficio del Comitato, secondo il seguente percorso logico:

- i) adeguatezza dei criteri individuati ai punti i) e ii) dell'art. 5.4.1 della bozza di Accordo di Investimento;
- ii) confronto con la prassi di mercato;
- iii) analisi di significatività dei prezzi di Borsa del titolo GPI;
- iv) simulazione della determinazione del Prezzo di Sottoscrizione alla data corrente;
- v) considerazioni sulla previsione di un Cap Prezzo;
- vi) confronto con possibili valori di capitale economico stimati tramite metodi analitici;
- vii) impatto sulla diluizione azionaria.

#### J.i) Adeguatezza dei criteri individuati ai punti i) e ii) dell'art. 5.4.1 della bozza di Accordo di Investimento

Il metodo delle quotazioni di Borsa è considerato idoneo, dalla prassi, a rappresentare il valore del capitale economico delle aziende in quanto le quotazioni di Borsa esprimono, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato stesso alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario delle società.

Senza alcun dubbio, alla data corrente, il criterio delle quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, può risultare condizionato da fattori estranei alla Società quali, ad esempio:

- i) periodi di particolare volatilità dei mercati finanziari, anche a causa degli eventi geopolitici e macroeconomici che hanno significativamente influenzato i corsi azionari nel primo semestre 2022;
- ii) pressioni speculative, aggiustamenti temporanei nei portafogli azionari di investitori istituzionali;
- iii) circostanze anomale o di incertezza, che possono limitare a certe condizioni la capacità dei prezzi di mercato di riflettere valutazioni intrinseche.

Acquisisce dunque molta importanza un'analisi approfondita delle caratteristiche del titolo azionario medesimo in termini di flottante, liquidità e volatilità, al fine di verificare, pur nella eccezionalità della contingenza, la significatività del valore segnaletico del corso di Borsa. Nella fattispecie, tale analisi verrà dettagliatamente descritta nel paragrafo J.iii).

Inoltre, il ricorso a medie relative ad archi temporali sufficientemente estesi può consentire di attenuare l'effetto di oscillazioni dei prezzi di Borsa.

Come già indicato, ai fini della determinazione del Prezzo di Sottoscrizione l'art. 5.4.1 prevede al punto i) il calcolo del prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della

Società registrato nel corso dei 6 (sei) mesi di calendario precedenti il Consiglio di Amministrazione per la definizione del Prezzo di Sottoscrizione. Tale indicazione è letteralmente aderente a quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, c.c. per le fattispecie di aumento di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione *ex art.* 2441, comma 5, c.c.

La considerazione dell'orizzonte temporale di sei mesi prescritto dalla normativa civilistica, potrebbe in ogni caso comportare la criticità di considerare valori e informazioni non sufficientemente aggiornati, derivanti da un contesto economico e finanziario, sia domestico che internazionale, assai mutevole, a causa dei negativi effetti sulla volatilità dei prezzi derivante dal conflitto russo-ucraino e dai fenomeni di innalzamento repentino dei tassi di inflazione, e conseguente riduzione delle aspettative sulla ripresa *post* pandemia.

Il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre lascia, a parere dello scrivente, agli amministratori libertà di scelta nell'individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione. Il riferimento, a titolo esemplificativo, ad un più ridotto arco temporale rispetto all'orizzonte di riferimento di sei mesi potrebbe, ad esempio, consentire di incorporare solo le informazioni più aggiornate sul quadro d'azienda (come l'approvazione dei risultati finanziari più recenti comunicati al mercato).

Risulta dunque ragionevole affiancare alla previsione codicistica l'alternativa prevista al punto ii) dell'art. 5.4.1 dell'Accordo di Investimento, che prevede il calcolo del prezzo medio ponderato per i volumi scambiati (VWAP) delle azioni della Società registrato nel corso dei 10 (dieci) giorni di Borsa precedenti il Consiglio di Amministrazione per la definizione del Prezzo di Sottoscrizione, maggiorato del 10% (dieci per cento).

Si tratta di un orizzonte temporale, al contrario, molto ridotto, ma che può rappresentare adeguatamente le condizioni di prezzo più aggiornate.

In entrambi i criteri di cui ai punti i) e ii), l'impiego di una media ponderata per i volumi scambiati dei prezzi ufficiali risulta in linea con la prassi di mercato. In effetti, tale procedimento di calcolo consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti giornate borsistiche, attribuendo un maggior rilievo a prezzi formatisi a fronte di un maggior volume di negoziazioni.

A beneficio del Comitato lo scrivente ha in ogni caso analizzato, nell'ambito della simulazione della determinazione del Prezzo di Sottoscrizione alla data corrente svolta nel paragrafo J.iv), altri tipi di statistica rilevanti (quali la media aritmetica, la mediana), anche su orizzonti temporali più brevi.

#### J.ii) Confronto con la prassi di mercato

Richiamando la finalità del presente Parere e l'oggetto dell'Incarico conferito dal Comitato (paragrafo B), lo scrivente ha condotto un'analisi sui recenti aumenti di capitale effettuati da Società quotate sui mercati regolamentati di Borsa Italiana,. Il principale scopo dell'analisi è stato quello di identificare, in operazioni per taluni aspetti comparabili al prospettato aumento di capitale riservato di GPI, elementi ricorrenti nella metodologia di determinazione del prezzo di collocamento.

Lo scrivente ha dunque esaminato i più recenti aumenti di capitale eseguiti da società quotate che si caratterizzano per l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 c.c., in particolare con la partecipazione di soggetti che si qualificano come Parte Correlata.

Come emerge dalla Tabella seguente, che sintetizza gli elementi di maggiore rilevanza per l'analisi condotta in questa sede, le metodologie scelte per la determinazione del prezzo di collocamento sono in massima parte (quasi la totalità) riconducibili al metodo di Borsa, che identifica il teorico prezzo di collocamento in funzione dell'andamento del titolo azionario in un orizzonte temporale ricompreso tra un minimo di 10 giorni a un massimo di 6 mesi precedenti l'annuncio dell'aumento di capitale al mercato (con esclusivo riferimento al campione di aumenti di capitale analizzati).

Dall'analisi condotta emerge, inoltre, l'esistenza di casi di applicazione di un premio o sconto sul prezzo identificato tramite il metodo di Borsa. Sulla dimensione di tali premi o sconti, tuttavia, lo scrivente non ha riscontrato criteri di omogeneità.

Tabella 2: Aumenti di Capitale riservati anche a parti correlate.

Società	Data esecuzione (t)	Prezzo Collocamento (Euro)	Parti correlate	%	Controvalore AuCap totale (milioni di Euro)	Metodologia di determinazione del Prezzo di Collocamento	Premio / (Sconto) previsto dalla Metodologia
<b>CY4 Gate</b>	14/03/2022	10,5	Azionista di maggioranza	11,1%	90,0	- metodo di borsa per la determinazione del prezzo minimo: media ponderato di mercato nei 6 mesi antecedenti alla data di comunicazione al mercato con applicazione di uno sconto dell' 8,6%	-8,6%
<b>Lventure Group</b>	03/08/2021	0,6	Azionista	100,0%	2,4	- metodo di borsa: media dei prezzi ponderati per i volumi scambiati negli ultimi 6 mesi antecedenti la data della Relazione degli Amministratori con applicazione di un premio del 16,7%	16,7%
<b>Giglio Group (*)</b>	28/06/2021	1,78	Azionista di maggioranza	39,7%	2,2	- metodo di borsa: il prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione sarà determinato, ad esito del collocamento privato, all'interno del range di prezzo deliberato dal Consiglio di Amministrazione e calcolato attraverso il metodo "dei Prezzi di Borsa"	n.a.
<b>Moncler (**)</b>	10/03/2021	37,51	Soggetti coinvolti nell'Operazione	100,0%	575,0	- metodo di borsa: prezzo medio dei 3 mesi precedenti l'annuncio dell'Operazione	n.a.
<b>Lventure Group</b>	24/02/2020	0,73	Azionista	100,0%	1,0	- metodo di borsa: media ponderata semsetrale dei prezzi ufficiali antecedenti la data della Relazione degli Amministratori, rettificati per escludere le movimentazioni outlier, aumentata di un premio di circa il 17% ritenuto congruo anche tenendo conto del target price del titolo azionario	17,0%
<b>WeBuild</b>	07/11/2019	1,5	Azionista di maggioranza	8,3%	600,0	- minore tra (i) la media dei prezzi VWAP dei 5 giorni di borsa aperta precedenti l'avviso del Collocamento Istituzionale e (ii) il prezzo di chiusura dell'ultimo giorno del Collocamento Istituzionale, ovvero alla chiusura del periodo di bookbuilding	n.a.
<b>Italian Indipendent</b>	27/03/2019	2,35	Azionista di maggioranza	100,0%	2,0	- metodo di borsa: della media mobile determinata dal sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A. nei 30 giorni antecedenti la sottoscrizione del Contratto di Investimento, con applicazione di un premio del 10%	10,0%
<b>NextRe</b>	18/10/2017	0,2	Azionista di maggioranza e società collegata	10,1%	21,7	- riferimento alla valorizzazione della Società individuata in una transazione tra soggetti non correlati e indipendenti tra loro (Aedes SIIQ S.p.A. e Sorgente SGR), nel mese di dicembre 2015, con applicazione di uno sconto del 22,63% rispetto al prezzo OPA	-22,6%
<b>Tiscali</b>	08/08/2017	0,04	Azionista e altri	100,0%	11,8	- metodo di borsa: media ponderata di prezzi ufficiali rilevati in un arco temporale pari ai 10 giorni di borsa aperta antecedenti alla data del Consiglio di Amministrazione con applicazione di uno sconto nella misura del 10%	-10,0%

Fonte: Documenti Societari, Bloomberg, Refinitiv.

(\*) L'azionista di maggioranza, Meridiana Holding Srl, titolare di una partecipazione al capitale sociale della Società pari al 56,59%, ha rilasciato impegno irrevocabile avente ad oggetto la sottoscrizione del 50% dell'Operazione, da liberarsi in denaro, in via residuale per il caso di non integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale da parte di altri investitori.

(\*\*) Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate predisposto nell'ambito dell'operazione ("Operazione") di acquisto, da parte di Moncler, del 100% del capitale di Sportswear Company Spa, società titolare del marchio Stone Island.

Preme rimarcare, tuttavia, la limitata numerosità del campione di riferimento, caratterizzato da sole nove operazioni.

Allo scopo di fornire un'analisi più completa, lo scrivente ha dunque ampliato l'analisi alle operazioni di aumento di capitale riservato non destinate a parti correlate, nell'orizzonte temporale relativo all'ultimo anno.

Tabella 3: Aumenti di capitale riservati a parti non correlate dell'ultimo anno.

Società	Data esecuzione (t)	Prezzo Collocamento (Euro)	N. azioni	Controvalore AuCap (milioni di Euro)	Metodologia di determinazione del Prezzo di Collocamento	Premio / (Sconto) previsto dalla Metodologia
<b>UCapital24 SpA</b>	13/05/2022	1,26	1.587.301 (di cui n. 476.190 non in opzione)	2,00	- prezzo di emissione delle azioni ordinarie in sede di precedente aumento di capitale deliberato dall'assemblea straordinaria del 15 giugno 2021	n.a.
<b>Lventure Group SpA</b>	02/05/2022	0,55	3.636.364	2,00	- metodo di borsa: media ponderata semestrale dei prezzi ufficiali antecedenti la data della Relazione degli Amministratori, rettificata per escludere le movimentazioni <i>outlier</i> , aumentata di un premio di circa il 33% ritenuto congruo anche tenendo conto del target price del titolo azionario	33%
<b>Innovatec SpA</b>	21/01/2022	1,76	2.368.000	4,16	- metodo del patrimonio netto - metodo di borsa (semestre e trimestre)	n.a.
<b>Zignago Vetro SpA</b>	27/04/2021	7,28	1.320.000	0,132 (valore nominale)	- metodo di borsa: media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali di chiusura delle azioni Zignano nei 30 giorni precedenti la data di riferimento e applicazione di uno sconto del 25%	-25%
<b>Prismi SpA</b>	23/12/2021	0,70	432.960	0,30	- metodo di borsa: prezzo medio ponderato su base mensile - valori di esecuzione dei recenti aumenti di capitale della Società intervenuti per effetto delle conversioni da parte di Negma Group delle obbligazioni convertibili ad essa riservate	-8%
<b>Salcef Group SpA</b>	01/10/2021	16,00	2.000.000	32,00	- metodo di borsa: prezzo di chiusura delle azioni eventualmente rettificato di uno sconto fino ad un massimo del 10% rispetto al prezzo di chiusura delle azioni del giorno dell'avvio dell'operazione, purché tale prezzo (al netto dello sconto) non risenta di un andamento anomalo rispetto ai livelli di prezzo medio ponderato delle azioni.	-10%

Fonte: Documenti Societari, Bloomberg, Refinitiv.

L'analisi condotta con riferimento alle operazioni di aumento di capitale riservato a soggetti che non si qualificano come parte correlata, è confermativa degli esiti dell'analisi illustrata precedentemente nel paragrafo. Con esclusivo riferimento alle operazioni analizzate, la metodologia ricorrente per la determinazione del prezzo di collocamento si basa sull'andamento del prezzo dei titoli azionari in base all'orizzonte temporale ritenuto più significativo, con l'applicazione di un premio o sconto su tale grandezza individuata.

Non ci sono evidenze univoche in merito al segno e alla dimensione del premio/sconto.

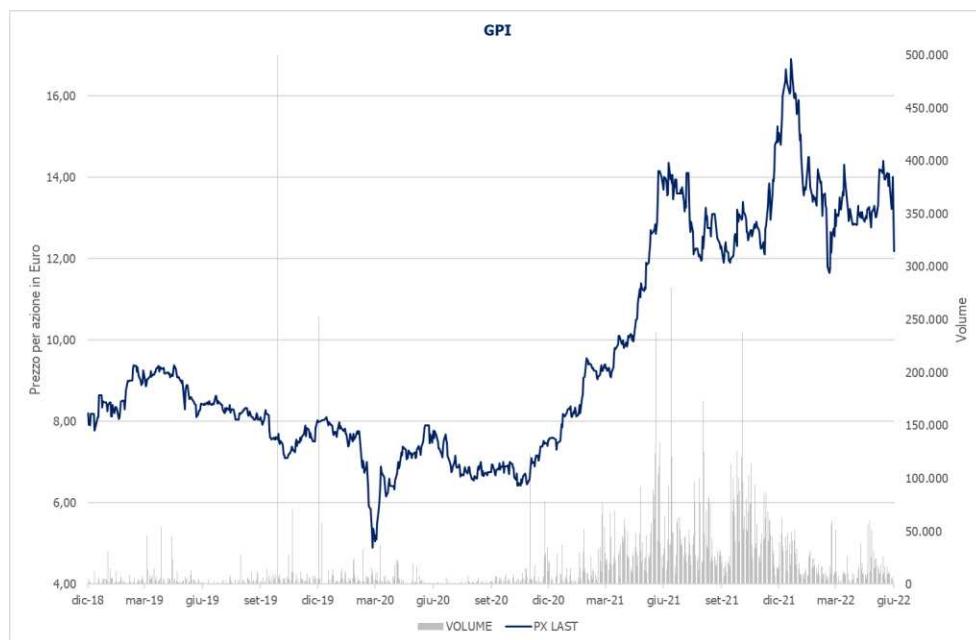
In tutte le operazioni indagate, invece, non è riscontrabile la fissazione di un prezzo di emissione massimo, alla stregua del Cap Prezzo di cui all'art. 5.4.1 della bozza di Accordo di Investimento.

In conclusione, sulla base delle verifiche empiriche condotte, i criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione delle nuove azioni identificati nella bozza di Accordo di Investimento possono ritenersi comunemente accettati e utilizzati, e sono in linea con il recente comportamento della prassi, in particolare per quanto concerne le operazioni di aumento di capitale riservato in favore (anche) di parti correlate.

### J.iii) Analisi di significatività dei prezzi di Borsa del titolo GPI

Al fine di condurre un approfondimento sui corsi di Borsa del titolo azionario GPI, lo scrivente ha analizzato l'andamento del medesimo a partire dalla quotazione sul mercato Euronext Milan dal dicembre 2018.

Figura 1: Andamento del prezzo e dei volumi negoziati del titolo azionario GPI dalla quotazione su Euronext Milan.

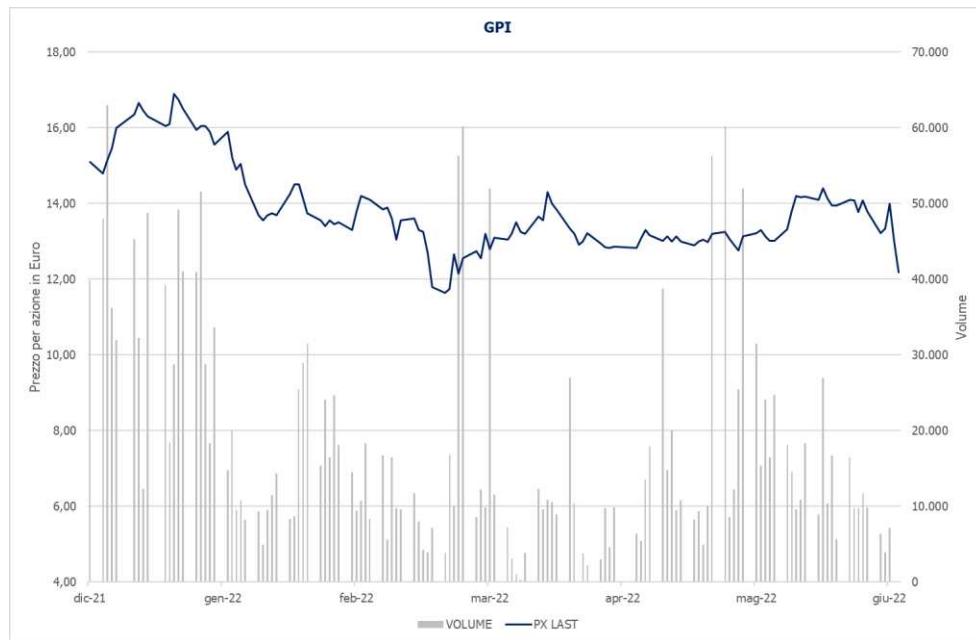


Fonte: Bloomberg.

Come emerge dalla Figura che precede, il titolo GPI ha registrato un valore minimo pari a Euro 4,90 nel marzo 2020 e un valore massimo pari a Euro 16,90 nel gennaio 2022. Tra queste date si è registrata una variabilità elevata del titolo, con valori tendenzialmente caratterizzati da un significativo rialzo.

Nel periodo successivo al gennaio 2022, come emerge dalla Figura seguente, si è registrata una riduzione del prezzo con un assestamento nell'intervallo 12,0 – 14,0 Euro per azione, fino ad arrivare all'attuale prezzo di Euro 12,18 per azione (prezzo di chiusura al 17 giugno 2022).

Figura 2: Andamento del prezzo e dei volumi negoziati del titolo azionario GPI degli ultimi 6 mesi.



Fonte: Bloomberg.

A fini comparativi, lo scrivente ha indagato l'andamento relativo del titolo rispetto a taluni indici, segnatamente il FTSE MIB, FTSE Italia All Share, FTSE Italia All Share Health Care, FTSE Italia PIR PMI e il FTSE Italia Mid Cap (congiuntamente gli "indici FTSE"). Come emerge dalla Figura seguente, l'azione GPI ha performato sostanzialmente meglio degli indici FTSE nel periodo in analisi compreso tra dicembre 2021 e giugno 2022. Analizzando l'andamento del titolo GPI nell'ultimo mese, si evidenzia una sovra-performance del titolo particolarmente accentuata nei confronti dell'indice FTSE Italia All Share Health Care. Il prezzo del titolo azionario GPI è infatti calato di circa l'8% rispetto ad una variazione media degli indici FTSE del 10%.

Figura 3: Andamento del prezzo del titolo azionario GPI (espresso mediante numeri indice) comparato con gli indici FTSE MIB, FTSE Italia All Share, FTSE Italia All Share Health Care, FTSE Italia PIR PMI e il FTSE Italia Mid Cap (Base 100 = 17 dicembre 2021).



Fonte: Bloomberg.

Tra gli eventi significativi o comunicazioni al mercato di tipo *price sensitive* nell'ultimo semestre, si segnalano quelli relativi all'acquisizione di Tesi Group in data 4 gennaio e 16 marzo 2022 e alla diffusione dei dati di chiusura del bilancio 2021 in data 14 febbraio e 29 marzo 2022, con variazioni di prezzo del titolo nel giorno successivo all'annuncio pari rispettivamente a +5,0%/+5,2% e +3,8%/+5,5%.

Si ricorda che l'Operazione non è ancora stata comunicata al mercato alla data del presente Parere.

Oltre ad analizzare l'andamento delle quotazioni per verificare la significatività dei prezzi segnati, al fine di confermare la possibilità di riconoscere a GPI un valore in linea con quello attribuito dal mercato presso il quale le azioni sono trattate, lo scrivente ha effettuato ulteriori analisi di approfondimento.

I prezzi segnati dai titoli azionari possono infatti essere considerati affidabili indicatori del valore del capitale, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da un livello significativo di flottante e di volumi scambiati, nonché da elevata liquidità e ridotta volatilità. In queste circostanze, essi incorporano idealmente il giudizio degli investitori relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, risultano validi indicatori per la stima del valore di una società quotata.

Al fine di verificare la significatività dei prezzi segnati da GPI, lo scrivente ha proceduto ad analizzare, rispetto al panierone completo di società quotate in Borsa Italiana (di seguito semplicemente "Panierone") e con riferimento a diversi orizzonti temporali, i seguenti indicatori:

- ♦ **flottante**<sup>12</sup>: rappresenta le azioni effettivamente in circolazione e liberamente negoziabili in Borsa, non possedute dagli azionisti di controllo o dagli investitori istituzionali.

In base all'orizzonte temporale dell'ultimo mese, rispetto ad un valore mediano del Paniere pari al 52,3%, per GPI tale indicatore risulta pari al 42,1%, collocandosi circa al 40° percentile<sup>13</sup> del Paniere. Occorre tuttavia segnalare che, per effetto della presenza di diritti di voto maggiorato, il flottante di GPI espresso sul capitale votante risulta inferiore e pari al 27,0%, collocando la Società tra il 10° e il 25° percentile della distribuzione statistica rilevata;

Tabella 4: Statistiche relative al flottante del titolo azionario GPI e del paniere di aziende quotate in Borsa Italiana.

FLOTTANTE									
Percentili	10%	25%	Media	Mediana	75%	90%	GPI	Perc. GPI	
Ultimo mese	20,7%	32,6%	57,9%	52,3%	88,8%	100,0%	42,1%	39,5%	
Ultimi 3 mesi	20,8%	32,9%	58,2%	53,2%	89,3%	100,0%	42,1%	39,9%	
Ultimi 6 mesi	21,0%	32,9%	58,3%	53,2%	89,3%	100,0%	39,6%	35,9%	
Ultimi 12 mesi	22,0%	33,3%	58,7%	53,8%	90,0%	100,0%	39,8%	36,3%	

(Numero di azioni liberamente in circolazione/Numero di azioni emesse). Fonte: Bloomberg.  
Dati relativi al paniere di aziende quotate di Borsa Italiana, aggiornati al 17 giugno 2022

- ♦ **turnover velocity**<sup>14</sup>: espressione del grado di "liquidità" di un titolo azionario, misurabile mediante il rapporto tra il numero di scambi in un determinato periodo e il numero di azioni complessivo della società. Più elevato è l'indicatore, maggiore è la liquidità del titolo.

Rispetto ad una mediana del Paniere per l'ultimo semestre pari a circa il 13%, tale indicatore è risultato per l'azione di GPI in media pari a circa il 15,5% nel medesimo periodo, collocandosi al 57° percentile del Paniere. Si sottolinea che il differenziale di valore rispetto alla mediana del Paniere è ancora più consistente se si fa riferimento agli ultimi 12 mesi, dove il valore mediano è circa del 28%, mentre quello di GPI è ben superiore al 45%.

<sup>12</sup> Risulta pari al rapporto tra numero di azioni liberamente in circolazione e numero di azioni emesse. Fonte: Bloomberg.

<sup>13</sup> Si definisce percentile di ordine  $n$ , il numero che suddivide la successione dei valori ordinati in senso non decrescente di un campione in due parti, tali che i valori minori o uguali al percentile siano una percentuale uguale a  $n$ .

<sup>14</sup> Calcolato come rapporto tra numero di scambi nel periodo di rilevazione e numero di azioni della società. Fonte: Bloomberg.

Tabella 5: Statistiche relative al *turnover velocity* del titolo azionario GPI e del paniere di aziende quotate in Borsa Italiana.

TURNOVER VELOCITY								
Percentili	10%	25%	Media	Mediana	75%	90%	GPI	Perc. GPI
Ultimo mese	0,0%	0,3%	5,1%	1,3%	3,8%	8,7%	1,0%	43%
Ultimi 3 mesi	0,0%	1,4%	13,8%	4,9%	12,2%	24,9%	3,7%	44%
Ultimi 6 mesi	0,0%	3,3%	28,5%	12,6%	28,8%	56,7%	15,5%	57%
Ultimi 12 mesi	0,1%	8,6%	59,3%	28,4%	65,5%	120,7%	45,6%	64%

(Numero di scambi/Numero medio di azioni della società). Rielaborazione su dati Bloomberg.  
Dati relativi al paniere di aziende quotate di Borsa Italiana, aggiornati al 17 giugno 2022

- ◆ ***bid-ask spread***: anch'esso misura rappresentativa della "liquidità" del titolo, è pari alla differenza tra il prezzo *bid* e il prezzo *ask* praticato da un *dealer* e rappresentativo di un costo di transazione隐含的. Al contrario della *turnover velocity*, minore è l'indicatore, maggiore è la liquidità del titolo.

Rispetto ad un valore mediano del Paniere per l'ultimo semestre pari a circa all'1,0%, per l'azione GPI essa risulta pari al solo 0,2%, collocandosi al 45° percentile del Paniere;

Tabella 6: Statistiche relative al *bid-ask spread* del titolo GPI e del paniere di aziende quotate in Borsa Italiana.

BID-ASK SPREAD								
Percentili	10%	25%	Media	Mediana	75%	90%	GPI	Perc. GPI
Ultimo mese	0,2%	0,3%	1,5%	1,0%	2,4%	3,4%	0,0%	52%
Ultimi 3 mesi	0,1%	0,3%	1,5%	1,0%	2,4%	3,5%	0,0%	48%
Ultimi 6 mesi	0,1%	0,3%	1,5%	1,0%	2,3%	3,4%	0,2%	45%
Ultimi 12 mesi	0,1%	0,3%	1,3%	0,9%	2,1%	3,0%	0,5%	44%

(Differenza Prezzo Ask vs. Prezzo Bid/Prezzo Medio). Fonte: Bloomberg.  
Dati relativi al paniere di aziende quotate di Borsa Italiana, aggiornati al 17 giugno 2022

- ◆ **volatilità<sup>15</sup>**: espressiva dello scostamento medio dei prezzi rispetto alla propria media, e dunque della rischiosità del singolo titolo. Minore è la volatilità, maggiore la significatività del prezzo.

Rispetto ad un valore mediano del Paniere per l'ultimo semestre pari a circa il 35,6%, per l'azione GPI essa risulta pari a 32,5%, collocandosi al 38° percentile del Paniere.

<sup>15</sup> Misurato tramite la deviazione standard su base annua delle variazioni di prezzo dell'azione e/o dell'indice di riferimento, calcolate su un orizzonte temporale di 360 giorni più recenti. Fonte: Bloomberg.

Tabella 7: Statistiche relative alla volatilità del titolo GPI e del paniere di aziende quotate in Borsa Italiana.

VOLATILITÀ'	Percentili	10%	25%	Media	Mediana	75%	90%	GPI	Perc. GPI
<b>Ultimo mese</b>		<b>24,1%</b>	<b>29,1%</b>	<b>38,5%</b>	<b>35,8%</b>	<b>44,3%</b>	<b>56,4%</b>	<b>33,8%</b>	<b>41%</b>
<b>Ultimi 3 mesi</b>		<b>24,2%</b>	<b>29,0%</b>	<b>38,5%</b>	<b>36,0%</b>	<b>44,4%</b>	<b>55,9%</b>	<b>33,7%</b>	<b>41%</b>
<b>Ultimi 6 mesi</b>		<b>24,2%</b>	<b>28,8%</b>	<b>38,1%</b>	<b>35,6%</b>	<b>43,7%</b>	<b>56,6%</b>	<b>32,5%</b>	<b>38%</b>
<b>Ultimi 12 mesi</b>		<b>25,4%</b>	<b>30,2%</b>	<b>39,4%</b>	<b>37,0%</b>	<b>45,5%</b>	<b>57,2%</b>	<b>31,8%</b>	<b>31%</b>

Dev. standard annualizzata delle var. di prezzo dei 360 giorni di Borsa più recenti. Fonte: Bloomberg  
Dati relativi al paniere di aziende quotate di Borsa Italiana, aggiornati al 17 giugno 2022

Le analisi effettuate consentono di evidenziare come l'andamento delle quotazioni rilevate nei periodi recenti (ultimo mese, ultimi 3 mesi, ultimi 6 mesi) possa ritenersi rappresentativo del valore del capitale di GPI ai fini del presente Parere, in ragione di una maggiore liquidità e di una minor volatilità rispetto al mercato in generale, sebbene si registri un flottante dimensionalmente inferiore rispetto alla media del Paniere, in particolare per quanto concerne la riduzione dello stesso legata ai diritti di voto maggiorato previsti dallo Statuto di GPI.

Lo scrivente ritiene dunque appropriato l'utilizzo delle quotazioni di Borsa per la fissazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione nell'ambito dell'Aumento di Capitale.

#### J.iv) Simulazione della determinazione del Prezzo di Sottoscrizione alla data corrente

Alla luce delle considerazioni metodologiche sin qui svolte, è parso opportuno allo scrivente condurre un'analisi di simulazione relativa alla determinazione del Prezzo di Sottoscrizione alla data corrente.

Come ovvio, tenuto conto della durata residua del procedimento che porterà alle deliberazioni rilevanti ai fini dell'Aumento di Capitale, le condizioni attuali potrebbero subire variazioni non irrilevanti, in funzione della maggiore turbolenza dei mercati finanziari, in particolare per quanto concerne le determinazioni basate sulle quotazioni di cui al criterio ii), ove il periodo di osservazione di 10 giorni di Borsa potrebbe anche essere caratterizzato da oscillazioni "anormali".

E' opportuno specificare che ai fini della simulazione sono stati adottati i prezzi ufficiali di chiusura desunti dal *database* finanziario Bloomberg sino alla data del 17 giugno 2022. Oltre ai periodi di riferimento individuati dal criterio di cui alla bozza di Accordo di Investimento (rispettivamente, 6 mesi di calendario vs. 10 giorni di Borsa), è parso rilevante allo scrivente rappresentare anche le statistiche relative a orizzonti temporali intermedi.

Dal punto di vista metodologico, chi scrive precisa di aver interpretato la lettera dell'art. 5.4.1 della bozza di Accordo di Investimento nel senso di ricorso alla media ponderata per i volumi dei periodi rilevanti, intesa come: sommatoria di tutti i valori transati, divisa per i volumi transati nell'orizzonte di riferimento (6 mesi di calendario vs. 10 giorni di Borsa), e non come media aritmetica dei VWAP giornalieri rilevati dal database Bloomberg, comunemente adottata da *trader* professionali a fini di analisi tecnica.

Lo scrivente, pur ritenendo chiara la rappresentazione contrattuale (non essendo specificamente espressa la dizione "media aritmetica" dei VWAP giornalieri), ha ritenuto comunque opportuno rappresentare anche tale parametro nelle proprie sintesi numeriche.

Come già anticipato, la previsione codicistica dei 6 mesi, rispettata nelle previsioni dell'Accordo di Investimento per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione, può condurre a opinione dello scrivente a risultanze non pienamente significative, dal momento che un peso rilevante nel calcolo della media ponderata VWAP ricade sui prezzi del primo trimestre 2022, periodo che non riflette ancora né gli impatti (negativi) dei recenti eventi geopolitici e macroeconomici, né gli impatti (positivi) dei risultati finanziari della Società registrati nell'esercizio 2021.

Non si segnalano, invece, altri fenomeni che potrebbero aver inciso in modo anomalo sull'andamento delle quotazioni del titolo GPI, salvo i comunicati *price sensitive* già citati.

Nella Tabella seguente vengono quindi sintetizzati i risultati delle rilevazioni sulle quotazioni borsistiche dell'azione ordinaria GPI, nonché dell'esercizio di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione alle condizioni presenti alla data del presente Parere.

Tabella 8: Statistiche relative ai corsi di Borsa del titolo azionario GPI nei sei mesi precedenti il 17 giugno 2022.

	Min	Media	Mediana	Max	Dev. St.	CV	Media VWAP daily	Media VWAP periodo	Dev. St.
10 giorni	12,1800	13,4250	13,7900	14,0800	0,6332	0,0472	13,4772	13,2026	0,5926
1 mese	12,1800	13,6930	13,9400	14,4000	0,5542	0,0405	13,7087	13,6316	0,6617
2 mesi	12,1800	13,3950	13,2100	14,4000	0,5167	0,0386	13,4125	13,3061	0,5530
3 mesi	12,1800	13,3619	13,2000	14,4000	0,4844	0,0362	13,3878	13,3526	0,5019
4 mesi	11,6500	13,2608	13,2000	14,4000	0,5774	0,0435	13,2942	13,1847	0,6649
5 mesi	11,6500	13,4202	13,3000	15,2000	0,6463	0,0482	13,4513	13,5768	0,7787
6 mesi	11,6500	13,8261	13,5250	16,9000	1,1345	0,0821	13,8459	14,3484	1,3445

Valori in Euro. Fonte: Bloomberg. Dati aggiornati al 17 giugno 2022.

Criterio i)	14,3484
Criterio ii)	14,5229 *
a) Min i); ii)	14,3484
b) Cap	14,0000
<b>Min (a; b)</b>	<b>14,0000</b>

\* Prezzo medio 10 gg = 13,2026 \* 1,1

Prima di esprimere un commento sulle risultanze dell'analisi di simulazione, occorre constatare che il livello di variabilità delle serie storiche dei prezzi GPI, rappresentato dalle colonne

“deviazione standard”<sup>16</sup> (“Dev. St.”) e “coefficiente di variazione”<sup>17</sup> (“CV”), appare estremamente contenuto, con livelli ovviamente via via crescenti all’estensione del periodo temporale di riferimento, a ulteriore supporto della significatività dei corsi registrati.

In secondo luogo, pur riscontrando intervalli di valore “minimo-massimo” piuttosto rilevanti (il titolo ha registrato un minimo di Euro 11,65 e un massimo di Eur 16,90 nell’ultimo semestre), tutti i dati medi e mediani si collocano su intervalli piuttosto ridotti, considerando tutti gli archi temporali osservati. A titolo esemplificativo:

- i) le medie aritmetiche sono comprese tra Euro 13,26 e Euro 13,83, valori registrati rispettivamente su 4 mesi e su 6 mesi;
- ii) le mediane sono comprese tra Euro 13,20 e Euro 13,94, valori registrati rispettivamente su 3 e 4 mesi e su 1 mese;
- iii) le medie aritmetiche dei valori VWAP giornalieri sono comprese tra Euro 13,29 e Euro 13,84, valori registrati rispettivamente su 4 mesi e su 6 mesi.

In particolare, nessun valore medio è stato registrato per un importo superiore al Cap Prezzo (ad oggi identificato in Euro 14,00), ad eccezione della media ponderata per i volumi VWAP sul periodo relativo agli ultimi 6 mesi, identificato nella bozza di Accordo quale primo criterio per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione, che porta ad un risultato pari a Euro 14,35.

Tale “anomalia”, come già anticipato, è spiegabile con il maggior peso dei volumi (e dunque delle transazioni) realizzati sul mercato borsistico nella prima metà dell’ultimo semestre, con il 75% circa del totale transato, e un prezzo tendenzialmente su valori superiori a quelli verificati nella seconda metà del periodo.

A supporto di quanto già commentato, anche la serie storica dei prezzi del titolo GPI nell’ultimo semestre è caratterizzata da valori inferiori a Euro 14,00 nel 67% delle giornate borsistiche del periodo relativo all’ultimo semestre.

Sulla base delle quotazioni registrate, dunque, è possibile riscontrare che alla data del presente Parere:

- ◆ il criterio i) – media ponderata per i volumi scambiati (VWAP) registrato nel corso dei 6 mesi di calendario precedenti l’ultima data di rilevazione del sottoscritto (segnatamente il 17 giugno 2022) – porta alla definizione di un valore pari a Euro 14,3484;
- ◆ il criterio ii) – media ponderata per i volumi scambiati (VWAP) registrato nel corso dei 10 giorni di Borsa precedenti il 17 giugno 2022 – porta alla definizione di un valore pari a Euro 13,2026, che maggiorato del 10% porta ad un valore pari a 14,5229;
- ◆ il valore inferiore tra i criteri i) e ii) è quello emergente dall’impiego del criterio i), e pari a Euro 14,3484;

---

<sup>16</sup> “Deviazione standard” o scarto quadratico medio, è un indice rappresentativo del maggiore o minore addensamento dei dati intorno al loro valore medio. Esso è calcolato come radice quadrata della varianza di un insieme di dati o di una distribuzione di frequenza, che a sua volta è una misura di dispersione che si ottiene come media dei quadrati degli scarti dalla media aritmetica.

<sup>17</sup> Il coefficiente di variazione (CV) è una misura della variabilità relativa. È il rapporto tra la deviazione standard e il valore assoluto della media.

- ♦ l'applicazione di un Cap Prezzo pari a Euro 14,00 – come negozialmente individuato ma non ancora pattuito – conduce alla determinazione di un Prezzo di Sottoscrizione pari al Cap Prezzo stesso, alle condizioni di mercato attuali.

La fissazione del Cap Prezzo ai valori comunicati allo scrivente, comporta in ogni caso una riduzione rispetto al criterio i) pari al 2,4%, e rispetto al criterio ii) pari al 3,6%, che tenuto conto degli elementi commentati *supra* sulla tendenza maggioritaria delle altre statistiche rilevanti, appare in ogni caso non materiale ai fini della congruità richiesta al presente Parere.

#### J.v) Considerazioni sulla previsione di un Cap Prezzo

Una circostanza rilevante è rappresentata dalla fissazione, nella bozza di Accordo di Investimento, di un importo massimo del Prezzo di Sottoscrizione.

In altre fattispecie di operazione straordinaria (quali a titolo esemplificativo le operazioni pubbliche di acquisto obbligatorie), la prassi considera i prezzi di mercato *undisturbed* (ovvero prima dell'annuncio dell'operazione) quali informazioni rilevanti per la formazione dei prezzi di offerta.

Nel caso di specie è lecito attendersi una reazione del mercato all'annuncio dell'Accordo di Investimento, che potrebbe modificare le aspettative sul titolo, e dunque il prezzo.

Indipendentemente dalla soglia finale, eventualmente oggetto di revisione sino alla stipula dell'Accordo di Investimento, l'individuazione di un Cap Prezzo è compatibile, a parere dello scrivente con l'esigenza di limitare il rischio che, per effetto della comunicazione al mercato dell'Accordo di Investimento tra GPI, FM e CDPE, i prezzi del titolo possano crescere, facendo così venire meno la convenienza alla sottoscrizione delle azioni di nuova emissione da parte dei nuovi azionisti.

Tale scelta risponderebbe dunque ad un contemperamento di interessi, anche potenzialmente confliggenti, potendosi dunque ritenere congrua la determinazione di un Cap Prezzo, purché essa non comporti una ingiustificata e irragionevole compressione di interessi di una parte, ad indebito vantaggio dell'altra.

Si è proceduto dunque a verificare che, da un lato, non vi fosse una penalizzazione irragionevole nelle attese degli attuali azionisti mediante la fissazione del Cap Prezzo, alla luce delle considerazioni e circostanze dell'Operazione. Dall'altro lato, sempre alla luce delle medesime considerazioni e circostanze, se la stessa fosse o meno ragionevolmente coerente con l'esigenza della Società di portare a termine l'Aumento di Capitale, e dunque con l'obiettivo di soddisfare le attese dei soggetti che hanno fornito il proprio impegno alla sottoscrizione del medesimo.

Nella prospettiva degli attuali azionisti, in particolare, sulla base delle condizioni di prezzo correnti si è proceduto a verificare se la dimensione dello scostamento determinato in via implicita per effetto della fissazione di un Cap Prezzo, fosse o meno in linea con gli sconti applicati nelle altre operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (e in particolare di quelle con aumenti riservati, tra gli altri, a parti correlate) sul mercato domestico.

Come già anticipato nelle analisi precedenti, alla data del presente Parere la fissazione del Cap Prezzo all'importo di Euro 14,00, comporta una riduzione rispetto al prezzo determinabile ai sensi del criterio i) pari al 2,4%, e rispetto al prezzo determinabile ai sensi del criterio ii) pari al 3,6%.

Trattasi di riduzioni percentuali, a parere dello scrivente, assai modeste e certamente utili, anche se non indispensabili, ad incentivare gli investitori esterni a partecipare all'Aumento di Capitale, senza particolare disparità nei confronti dei vecchi azionisti in termini di prezzo unitario.

Le considerazioni in merito all'effetto diluitivo sui soci esistenti (ed in particolare quelli di minoranza), sono invece sviluppate al successivo paragrafo J.vii.

Ad ulteriore conforto del Comitato:

- i) l'analisi delle operazioni comparabili ha fatto emergere, seppur con evidenze non univoche, una maggioranza di operazioni caratterizzate dalla fissazione di prezzi di emissione a sconto (cfr. paragrafo J.ii);
- ii) le operazioni di aumento di capitale con diritto di opzione (pur diverse dalla fattispecie oggetto di indagine) sono caratterizzate in massima parte da prezzi di offerta a sconto rispetto al prezzo corrente di mercato, con riduzioni rispetto al TERP<sup>18</sup> comprese tra il 10% e il 15%.

#### J.vi) Confronto con possibili valori di capitale economico stimati tramite metodi analitici

Come anticipato, nella bozza di Accordo di Investimento non si è fatto riferimento, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, a metodologie di tipo analitico o sintetico basate, a titolo esemplificativo, sui flussi di cassa prospettici o sui moltiplicatori di mercato.

Pur riscontrata la significatività dei corsi di Borsa del titolo GPI, e l'aderenza alla prassi largamente maggioritaria di fare affidamento alle sole quotazioni per la determinazione dei prezzi di emissione nell'ambito di operazioni di aumento di capitale comparabili, sulla base delle informazioni ricevute dalla Società lo scrivente ha inoltre verificato quale valore economico della Società, stimato autonomamente utilizzando le grandezze prospettiche del Piano, potesse emergere, anche tramite le più comuni analisi di sensitività, nella logica dell'investitore esterno con accesso ad alcune – seppur limitate – informazioni private.

A tal fine, avendo a disposizione i dati economici e finanziari prospettici di GPI per il triennio 2022-2024 desunti dal Piano, è stato individuato il metodo dei flussi di cassa attualizzati (comunemente noto con il termine anglosassone *Discounted Cash Flow*, o "DCF"), quale metodo più razionale per la Società oggetto di analisi, oltre che maggiormente diffuso e riconosciuto da dottrina e prassi per l'universalità di applicazione.

Non è stato invece ritenuto idoneo ai fini della presente analisi il metodo dei moltiplicatori di mercato, per le seguenti ragioni:

- i) preferenza nell'ambito di gerarchia del *fair value*, per metodi di stima del valore "diretti" quali le quotazioni su un mercato "attivo" quale Borsa Italiana, previa verifica di significatività dei prezzi;
- ii) mancato riscontro sui mercati finanziari di aziende quotate o di transazioni significativamente comparabili, in particolare per *business model* e area geografica prevalente di riferimento.

---

<sup>18</sup> *Theoretical Ex Right Price*, è il prezzo potenziale di un'azione dopo lo stacco del diritto di opzione relativo all'aumento di capitale.

L'impiego del metodo DCF si basa su considerazioni relative alla capacità dell'azienda di creare valore, a partire dalla sua gestione operativa e dalla struttura finanziaria. Secondo il metodo finanziario il valore dell'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- i) il valore operativo (*Enterprise Value*), determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale. Esso è dato dalla sommatoria dei flussi di cassa nel periodo di proiezione esplicita dei flussi del Piano e del *Terminal Value* o valore residuo ("TV"), che rappresenta il valore dell'impresa oltre l'orizzonte di Piano;
- ii) la posizione finanziaria netta alla data di riferimento;
- iii) il valore degli interessi di minoranza (*minorities*).

Tale metodo è stato applicato dallo scrivente, come già anticipato, con il mero obiettivo di svolgere un confronto, sempre alla data corrente, con le risultanze della simulazione di determinazione del Prezzo di Sottoscrizione secondo i criteri previsti dalla bozza di Accordo di Investimento, e senza alcuna pretesa di sostituzione ad esso.

In dettaglio, partendo dalla base dati estraibile dal Piano a disposizione dello scrivente (informazioni di natura privata):

- i) è stata adottata la data di riferimento dei dati consuntivi (oltre che partenza del Piano) più recente, ovvero il 31 dicembre 2021;
- ii) è stato preso a riferimento lo scenario n. 1 predisposto dal *management* di GPI, che considera lo scenario base senza aumento di capitale e senza operazioni di M&A, al fine di stimare un valore "pre-money" indipendente dai benefici ottenibili mediante l'iniezione di nuovi capitali;
- iii) il valore del Terminal Value, tenuto conto delle caratteristiche e della fase di sviluppo nel ciclo di vita della Società, è stato determinato mediante capitalizzazione all'infinito del flusso medio normale dell'ultimo anno di pianificazione esplicita;
- iv) sono state adottate assunzioni in forma di intervallo sulle principali variabili di natura "soggettiva" del processo di stima, quali il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa e il tasso di crescita per la stima del Terminal Value.

In merito a queste ultime, al fine di limitare il grado di soggettività della stima, si è fatto riferimento: a) a fonti esterne (informazioni di natura pubblica) ed in particolare ai *brokers report* più recenti pubblicati dalle banche d'affari che monitorano l'andamento del titolo, e b) alla descrizione del processo di *impairment test* svolto dalla Società estraibile dalla nota integrativa al bilancio consolidato del gruppo GPI al 31 dicembre 2021.

Nello specifico, l'analisi svolta ha condotto alla stima di un possibile valore del capitale economico di GPI compresa in un intervallo tra 11,9 e 16,9 Euro (con un valore intermedio pari a 14,4 Euro), e un valore puntuale (tenuto conto dei valori centrali degli intervalli relativi alle assunzioni sui tassi) pari a 14,2 Euro per azione.

Tenuto conto delle analisi svolte nel paragrafo J.iv) che precede sull'applicazione dei criteri individuati (inclusivi dell'impatto della fissazione di un Cap Prezzo), lo scrivente ritiene che la simulazione *ex ante* del Prezzo di Sottoscrizione porti a valori alla data corrente pienamente congrui.

A beneficio del Comitato, si rende in ogni caso noto che gli analisti finanziari, i quali adottano nei propri *equity research* sia criteri fondamentali quali il DCF, sia criteri basati sui moltiplicatori di mercato, addivengono ad una stima del *target price* di GPI compresa, sulla base dei *report* più recenti, tra 17,0 e 20,7 Euro per azione<sup>19</sup>.

Tali maggiori valori possono essere alternativamente giustificati, a parere di chi scrive: i) dall'impiego di assunzioni meno prudenziiali in merito ai tassi di attualizzazione; ii) dall'utilizzo dei moltiplicatori di mercato, che negli ampi settori ritenuti comparabili dagli analisti, tendenzialmente implicano valorizzazioni relative più elevate.

#### J.vii) Impatto sulla diluizione azionaria

Infine, a ulteriore riscontro della non irragionevolezza del Prezzo di Sottoscrizione nella prospettiva degli azionisti attuali (di minoranza), si è proceduto ad un approfondimento relativamente al valore assunto, per effetto dell'individuazione del Prezzo di Sottoscrizione alla data corrente pari al Cap Prezzo, dalla diluizione azionaria.

In particolare, è stato calcolato l'impatto sull'azionariato attuale di riduzione delle quote di possesso per effetto dell'ingresso dei destinatari della proposta di Aumento di Capitale, sia sul capitale ordinario che sul capitale votante. Il conteggio del capitale votante risulta differente rispetto all'ordinario per la presenza di azioni con diritto di voto maggiorato<sup>20</sup>.

La Tabella seguente rappresenta la struttura attuale dell'azionariato, prima dell'Aumento di Capitale, dove si evince la differenza in termini di quote in caso di capitale ordinario e capitale votante, con il socio di controllo FM che detiene complessivamente il 57,3% del capitale ordinario e, per effetto dei voti maggiorati, il 72,7% del capitale votante, mentre il cosiddetto "mercato" o "flottante" (ovvero le quote non detenute direttamente e indirettamente dal socio di controllo, al netto delle azioni proprie) rappresenta il 42,1% del capitale ordinario, e il 27,0% del capitale votante.

Tabella 9: Struttura azionaria di GPI *pre* Aumento di Capitale.

	# azioni ordinarie	%	# azioni votanti	%
FM con voto maggiorato	10.240.926	56,1%	20.481.852	71,9%
FM senza voto maggiorato	223.267	1,2%	223.267	0,8%
Flottante	7.693.197	42,1%	7.693.197	27,0%
Azioni proprie	103.106	0,6%	103.106	0,4%
<b>Totale</b>	<b>18.260.496</b>	<b>100,0%</b>	<b>28.501.422</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: sito *web* istituzionale GPI, Relazione Finanziaria del gruppo GPI 2021.

<sup>19</sup> Cfr. TP ICAP, 15 febbraio 2022; Intermonte, 1 aprile 2022; Banca Akros, 6 giugno 2022.

<sup>20</sup> Ai sensi dell'art. 6.4 dello Statuto della Società, spettano due voti a ciascuna azione "con voto maggiorato" a condizione che il diritto di voto relativo a una medesima azione sia appartenuto al medesimo soggetto in virtù di un diritto reale legittimante per un periodo continuativo (come definito nello Statuto) di almeno ventiquattro mesi.

Se prendiamo in considerazione il Prezzo di Sottoscrizione determinato secondo i criteri identificati e oggetto di valutazione con riferimento alla data corrente, pari al Cap Prezzo – anche se non ancora stabilito in maniera non definitiva – di Euro 14,00, i soggetti impegnati alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale dovrebbero rispettivamente essere assegnatari delle seguenti *tranche* di azioni ordinarie GPI:

- i) n. 2.500.000 azioni in favore di FM, pari all'8,8% del capitale ordinario;
- ii) n. 5.000.000 azioni in favore di CDPE, pari al 17,7% del capitale ordinario;
- iii) n. 2.500.000 azioni in favore degli Investitori Istituzionali pari all'8,8% del capitale ordinario.

L'impatto sulla struttura azionaria di GPI *post* Aumento di Capitale è rappresentato nella Tabella seguente, ove i calcoli sono stati effettuati in ipotesi di non assegnazione di voti maggiorati ai titolari di azioni di nuova emissione almeno per un biennio, a seguito del vincolo di detenzione previsto statutariamente.

Tabella 10: Struttura azionaria di GPI *post* Aumento di Capitale, con Prezzo di Sottoscrizione pari a Euro 14,00.

	# azioni ordinarie	%	# azioni votanti	%	
FM con voto maggiorato	10.240.926	36,2%	20.481.852	53,2%	
FM senza voto maggiorato	223.267	0,8%	223.267	0,6%	
Flottante	7.693.197	27,2% -35%	7.693.197	20,0%	-26%
Azioni proprie	103.106	0,4%	103.106	0,3%	
<b>Capitale sociale pre Aucap</b>	<b>18.260.496</b>	<b>64,6%</b>	<b>28.501.422</b>	<b>74,0%</b>	
FM	2.500.000	8,8%	2.500.000	6,5%	
CDPE	5.000.000	17,7%	5.000.000	13,0%	
Altri	2.500.000	8,8%	2.500.000	6,5%	
<b>Aucap</b>	<b>10.000.000</b>	<b>35,4%</b>	<b>10.000.000</b>	<b>26,0%</b>	
<b>Capitale sociale post Aucap</b>	<b>28.260.496</b>	<b>100,0%</b>	<b>38.501.422</b>	<b>100,0%</b>	
Totale azioni FM	12.964.193	45,9% -20%	23.205.119,00	60,3%	-17%

Come desumibile dalla Tabella, a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale alle condizioni correnti (ovvero con Prezzo di Sottoscrizione pari al Cap Prezzo di Euro 14,00):

- i) i nuovi azionisti CDPE e altri Investitori Istituzionali otterrebbero rispettivamente il 17,7% e l'8,8% del capitale ordinario, e il 13,0% e il 6,5% del capitale votante;
- ii) gli azionisti di minoranza (il cosiddetto "mercato") verrebbero diluiti con un impatto pari al 35% in termini relativi (da 42,1% a 27,2%) sul capitale ordinario, e pari al 26% in termini relativi (da 27,0% a 20,0%) sul capitale votante;
- iii) il socio di controllo FM verrebbe diluito per quanto concerne le vecchie azioni al pari del "mercato", con un impatto pari al 35% in termini relativi (da 57,3% a 37,0%) sul capitale ordinario, e del 26% in termini relativi (da 72,7% a 53,8% sul capitale votante);
- iv) il socio di controllo FM, per effetto della sottoscrizione della propria *tranche* di Aumento di Capitale, acquisterebbe una nuova quota azionaria pari all'8,8% del capitale ordinario, e al 6,5% del capitale votante, riducendo dunque la diluizione di cui al punto che precede al 20% in termini relativi (da 57,3% a 45,9%) sul capitale ordinario, e al 17% in termini relativi (da 72,7% a 60,3%) sul capitale votante.

Per quanto concerne la prospettiva dell'azionista di minoranza, dunque, si verifica una riduzione dei propri diritti patrimoniali e, in forma più mitigata, dei diritti amministrativi, a fronte dei benefici addizionali che potrebbero derivare nel medio/lungo periodo dalla partecipazione all'Aumento di Capitale di soggetti intenzionati a supportare un percorso di sviluppo, in termini di potenziale maggior crescita del valore azionario e di rafforzamento della struttura patrimoniale della Società.

## K. Conclusioni

Il presente Parere ha ad oggetto la congruità "funzionale" dei criteri individuati nella bozza di Accordo di Investimento per la determinazione del Prezzo di Sottoscrizione - ad oggi non ancora definito - delle azioni ordinarie GPI nell'ambito del prospettato Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione *ex art.* 2441, comma 5, c.c., criteri ai quali, se approvati dall'Assemblea Straordinaria degli azionisti, il Consiglio di Amministrazione si dovrà attenere in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

Sulla base di quanto premesso, tenuto conto della documentazione esaminata e dei limiti indicati al paragrafo C, e delle principali difficoltà di valutazione elencate al paragrafo H, lo scrivente ritiene che i criteri individuati nella bozza dell'Accordo di Investimento ai fini della determinazione del Prezzo di Sottoscrizione siano adeguati – in quanto ragionevoli e non arbitrari – alla luce di quanto prescritto dall'*art.* 2441, comma 6, c.c. nonché delle specifiche finalità della Procedura e del Parere Comitato, tenuto anche conto anche di operazioni similari avvenute nel recente passato.

Le modalità applicative del metodo delle quotazioni di Borsa individuate, appaiono in linea con la prassi riscontrata nell'ambito di operazioni similari con le caratteristiche di quella qui in esame, con esclusione del diritto di opzione in favore, *inter alia*, di una parte correlata.

Pur non essendo determinabile a priori il Prezzo di Sottoscrizione che verrà deliberato nel prosieguo dell'*iter* previsto, ad esito di una simulazione condotta con riferimento alla data corrente lo scrivente ritiene che lo scostamento rilevato tra il possibile Prezzo di Sottoscrizione – ad oggi pari al Cap Prezzo - e i valori espressi dalle medie ponderate risultanti negli orizzonti temporali individuati (rispettivamente, 6 mesi di calendario senza premio, e 10 giorni di Borsa con premio del 10%), non risulti significativo.

E' infatti riconosciuto che il prezzo di emissione di un titolo nell'ambito di un aumento di capitale possa presentare qualche scostamento rispetto al valore di mercato, in particolare tenuto conto dei termini dell'offerta, quando essa sia indirizzata ad una particolare tipologia di investitori, quali ad esempio gli investitori istituzionali nell'ambito di un progetto strategico di crescita, e che tale scostamento possa manifestarsi sotto forma di "sconto".

Nonostante l'impatto significativo in termini di diluizione per gli azionisti di minoranza, l'ingresso nella compagine sociale di nuovi investitori a sostegno della Società rappresenta infatti un'opportunità di sviluppo per la Società stessa e funzionale al suo rafforzamento patrimoniale e finanziario, tale per cui l'interesse primario della Società alla realizzazione dell'Aumento di Capitale può giustificare la fissazione un Cap Prezzo, anche in ragione delle possibili variazioni di prezzo a seguito della futura comunicazione al mercato dell'Accordo di Investimento.

In fede



Maurizio Dallocchio

Professore Ordinario di Finanza Aziendale  
Università Bocconi

Partner

DGPA & Co. Srl