



**GLENALTA FOOD SPA**

**GF GROUP SPA**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI  
DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**

## INDICE

1.	MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO	3
2.	SINTESI DELL'OPERAZIONE	6
3.	NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE	7
4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	7
5.	METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	9
6.	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI GLENALTA E DI GF GROUP	15
7.	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE	15
8.	LAVORO SVOLTO	16
9.	COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	17
10.	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	21
11.	CONCLUSIONI	22



## RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di  
Glenalta Food SpA

e

Agli Azionisti di  
GF Group SpA

### 1 MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Glenalta Food SpA ("Glenalta", "Società Incorporante") e da GF Group SpA ("GF Group" o "Società Incorporanda") (congiuntamente "Società" o "Società Partecipanti alla Fusione"), PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto Comune") ha ricevuto dal Tribunale di Milano, in data 5 ottobre 2016, con atto n° 10395/2016 R.G., l'incarico di redigere, in qualità di Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") nell'ambito della fusione per incorporazione di GF Group in Glenalta ("la Fusione").

Glenalta è una *Special Purpose Acquisition Company* ("SPAC") di diritto italiano, le cui azioni ordinarie sono negoziate dal 10 novembre 2015 sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia/Mercato alternativo del capitale organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA ("AIM"); Glenalta ha per oggetto la ricerca e selezione di potenziali acquisizioni di partecipazioni in altra/e imprese e di altre forme di potenziale aggregazione della società stessa con altra/e imprese, attraverso – a titolo esemplificativo – un'operazione di fusione con la/le impresa/e selezionata/e, di acquisizione con qualunque modalità di legge (ivi inclusa la sottoscrizione di aumenti di capitale e la compravendita) di partecipazioni nella/e impresa/e selezionata/e e/o di conferimento (l'"Operazione Rilevante"), nonché la realizzazione dell'Operazione Rilevante con qualunque modalità di legge essa sia attuata e solo a seguito della preventiva modifica del suo oggetto sociale.

GF Group è la società *holding* dell'omonimo gruppo attivo nella coltivazione diretta e nella distribuzione di prodotti ortofrutticoli, che opera in tre prevalenti aree d'affari: (i) la distribuzione di prodotti ortofrutticoli freschi; (ii) l'importazione e lo *shipping* di frutti esotici (quali banane, ananas ed altri); (iii) l'esportazione e la produzione di frutta (quali banane in Costa Rica e avocado in Messico), oltre ad altre attività ad esse correlate, quali i servizi centrali caratteristici delle *holding companies*, il coordinamento strategico ed altre attività di supporto. Alla data della presente relazione, il capitale sociale di GF Group è detenuto come segue:

- Anna Chiara Orsero titolare di n. 1.970.594 azioni ordinarie di GF Group, rappresentative del 30,32% del capitale sociale della stessa;

#### PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: Ancona 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - Bari 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - Bologna 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - Brescia 25123 Via Borgo Pietro Wulher 23 Tel. 0303697501 - Catania 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - Firenze 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - Genova 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - Napoli 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - Padova 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - Parma 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - Pescara 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - Torino 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - Trento 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - Udine 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - Varese 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0332285039 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - Vicenza 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

- Antonio Orsero titolare di n. 750.000 azioni ordinarie di GF Group, rappresentative del 11,54% del capitale sociale della stessa;
- Raffaella Orsero titolare di n. 1.970.594 azioni ordinarie di GF Group, rappresentative del 30,32% del capitale sociale della stessa;
- Leonardo Ighina titolare di n. 463.236 azioni ordinarie di GF Group, rappresentative del 7,13% del capitale sociale della stessa;
- Lorenzo Ighina titolare di n. 463.236 azioni ordinarie di GF Group, rappresentative del 7,13% del capitale sociale della stessa; e
- Pierangelo Ottonello titolare di n. 882.340 azioni ordinarie di GF Group, rappresentative del 13,57% del capitale sociale della stessa.

(di seguito congiuntamente i “Soci”).

In data 29 settembre 2016, l’assemblea straordinaria di FIF Holding SpA (“FIF Holding”), società costituita dai predetti Soci al fine di detenere la partecipazione in GF Group, ha deliberato l’aumento del capitale sociale da € 120.000 a € 13.000.000 da liberarsi da parte dei soci mediante il conferimento delle complessive n. 6.500.000 azioni ordinarie di GF Group detenute dagli stessi Soci e corrispondenti all’intero capitale sociale di GF Group (il “Conferimento”); l’efficacia del Conferimento è sospensivamente condizionata al consenso da parte di Banca Carige SpA in qualità di creditore pignoratizio di n. 4.529.406 azioni ordinarie di GF Group. Per effetto dell’esecuzione del Conferimento il capitale sociale di GF Group sarà interamente detenuto da FIF Holding.

Dopo aver svolto attività di ricerca di investimento in società italiane, con attenzione alle società di medie dimensioni, non quotate, ad alto potenziale di crescita operanti, a livello nazionale ed internazionale, nel settore alimentare italiano ed in particolare nei settori *Food & Beverage*, *Consumer* e *Retail*, Glenalta ha individuato in GF Group la società con cui realizzare l’operazione di aggregazione.

Le principali caratteristiche di GF Group, che hanno indotto Glenalta ad effettuare tale scelta, coerentemente con la politica di investimento adottata da Glenalta, sono le seguenti:

- società tra i *leader* europei nel settore di riferimento, caratterizzata da un forte *know-how* nel *sourcing* di frutta e verdura, con un *network* di distribuzione capillare;
- la forte attrattività del settore di riferimento, visti i recenti *trend* volti ad abitudini salutari che fanno leva sul consumo di frutta e verdura;
- la presenza internazionale sia in termini di vendite che di produzione;
- il *know-how* e presidio della filiera di approvvigionamento: il rapporto diretto con i grandi produttori, il controllo della qualità, della freschezza del prodotto e la certezza sui tempi si traducono in un vantaggio competitivo, soprattutto nei confronti della grande distribuzione;
- società con una buona capacità di proteggere i margini da distribuzione attraverso la diversificazione dei prodotti, dei mercati e dei canali.

Coerentemente con la politica di investimento adottata ed annunciata in sede di ammissione sull’AIM, attraverso l’esecuzione dell’Operazione Rilevante Glenalta intende dar corso alla propria attività di investimento, come descritta anche nell’oggetto sociale statutario. La Fusione raffigura la modalità attraverso cui il Consiglio di Amministrazione di Glenalta intende dare esecuzione all’Operazione Rilevante, ritenendo che tale modalità rappresenti le condizioni maggiormente funzionali

all'esecuzione del progetto di integrazione delle attività di investimento di Glenalta con quelle di gestione industriale di GF Group. Inoltre, la prospettata Fusione è volta ad accelerare il processo di crescita e di sviluppo di GF Group grazie anche all'accesso al capitale di rischio.

In particolare, l'apporto di capitale di rischio in seguito alla Fusione permetterebbe a GF Group di consolidare la propria posizione nel mercato di riferimento attraverso le seguenti iniziative strategiche:

- l'aumento, in parte a recupero, delle quote di mercato in Italia e nell'Europa Meridionale (Italia, Francia, Spagna, Grecia e Portogallo);
- lo sviluppo di aree geografiche sul territorio nazionale ad oggi non ancora *full-potential* rispetto alla posizione di leadership di GF Group;
- l'ulteriore sviluppo del marchio F.lli Orsero ai fini dell'utilizzo dello stesso per prodotti a maggior valore aggiunto (*fresh cut*, esotico, *berries*);
- la crescita del Gruppo GF attraverso acquisizioni secondo una logica di diversificazione correlata sul *core business* e su comparti adiacenti;
- il *leverage* della posizione di leadership di mercato in Italia, sfruttando il *trend* di consolidamento dovuto all'elevata frammentazione del mercato;
- l'implementazione dell'efficienza operativa tramite la ri-definizione di processi e procedure aziendali, in ottica di omogeneizzazione a livello di GF Group e il monitoraggio delle *performance* operative dei vari siti distributivi.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Glenalta e dal Consiglio di Amministrazione di GF Group (congiuntamente, i "Consigli di Amministrazione" o gli "Amministratori"), tra l'altro, la seguente principale documentazione:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di GF Group in Glenalta, approvato in data 28 ottobre 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*ter* del Codice Civile;
- le relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione rispettivamente di Glenalta e di GF Group approvate in data 28 ottobre 2016, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile e dell'articolo 125-*ter* del D.lgs. 58/1998 e successive modifiche, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. Le relazioni degli organi amministrativi indicano altresì, ai sensi dell'articolo 2501-*bis*, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;
- le situazioni economico – patrimoniali pro-forma consolidate di GF Group del perimetro societario rilevante ai fini dell'Operazioni Rilevante alla data del 31 dicembre 2015 e del 30 giugno 2016 ("Situazioni Pro-forma") oggetto di *limited review* da parte della società incaricata della revisione legale dei conti Deloitte & Touche SpA ("Deloitte"), approvate dal Consiglio di Amministrazione di GF Group in data 24 ottobre 2016;
- il bilancio intermedio al 30 giugno 2016 di Glenalta, corredato della relazione della società di revisione KPMG SpA ("KPMG"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di Glenalta in data 27 settembre 2016.

Il Progetto di Fusione e le relazioni degli organi amministrativi delle Società, così come approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione di Glenalta e di GF Group in data 28 ottobre 2016, saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Glenalta e di GF Group.

## **2 SINTESI DELL'OPERAZIONE**

La Fusione avverrà per incorporazione di GF Group in Glenalta, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2501 e seguenti Codice Civile, ferma restando l'inapplicabilità della disciplina prevista dall'articolo 2501-bis Codice Civile in tema di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, non ricorrendone i presupposti.

In data 28 ottobre 2016, Glenalta, GF Group e FIF Holding hanno sottoscritto un accordo quadro (il "Master Agreement") al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni relativi alla realizzazione della Fusione e le norme che regoleranno la società risultante dalla Fusione.

In data 26 ottobre 2016, GF Group, le società partecipate da GF Group denominate GF Distribuzione Srl, Fruttital Srl, Società Italiana Importazione Banane (SIMBA) SpA e GF Produzione Srl, Glenalta e alcuni istituti di credito creditori di GF Group e delle suddette partecipate da GF Group hanno sottoscritto un accordo (l'"Accordo Quadro con le Banche") finalizzato, tra l'altro, subordinatamente all'efficacia della Fusione: (i) alla rimodulazione dell'esposizione di GF Group nei confronti delle banche e alla risoluzione dell'accordo di ristrutturazione relativo a GF Group ai sensi dell'articolo 182-bis del R.D. n. 267/1942 e successive modifiche; (ii) all'acquisto da parte di Glenalta degli Strumenti Finanziari Partecipativi ("SFP") emessi in favore delle banche e degli SFP da emettersi a parziale compensazione dell'esposizione di GF Group nei confronti delle stesse banche.

Come indicato nel Progetto di Fusione, la Fusione presuppone il verificarsi delle seguenti circostanze:

- (i) che la delibera dell'Assemblea di Glenalta chiamata, tra l'altro, ad approvare la Fusione soddisfi i requisiti di cui all'articolo 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modifiche, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria;
- (ii) che la delibera assembleare di cui al punto (i) che precede non sia divenuta inefficace per effetto del verificarsi della condizione risolutiva statutaria di Glenalta, la quale prevede la risoluzione della delibera assembleare in merito all'Operazione Rilevante nel caso in cui avvenga l'esercizio del diritto di recesso da parte di tanti soci che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale;
- (iii) che l'assemblea di GF Group convocata in sede straordinaria per approvare, tra l'altro, il Progetto di Fusione, deliberi favorevolmente e all'unanimità sulle materie all'ordine del giorno.

Inoltre, costituiscono presupposti essenziali della Fusione e, pertanto, rappresentano condizioni per l'efficacia dell'Atto di Fusione:

- (i) la completa e corretta esecuzione dell'Accordo Quadro con le Banche finalizzato alla ridefinizione della situazione debitoria di GF Group, e degli ulteriori accordi dallo stesso previsti, con conseguente risoluzione degli Accordi di Ristrutturazione e Risanamento e acquisto da parte di Glenalta degli SFP, il tutto secondo quanto previsto dai predetti accordi; e
- (ii) la completa e corretta esecuzione della cessione di alcune partecipazioni indirettamente detenute da GF Group e denominate K-Fleet Srl, K-Air Srl e Mono Azul SA (la "Cessione delle Partecipazioni Non Strumentali").

Dal Progetto di Fusione e dalle relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di Glenalta e di GF Group, risulta che il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo a esprimere il peso reciproco delle Società Partecipanti alla Fusione, è determinato pari a ogni n. 50 azioni ordinarie GF Group, n. 43 azioni ordinarie Glenalta di nuova emissione.

L'efficacia della delibera assembleare relativa al Progetto di Fusione è condizionata al fatto che la stessa venga approvata con le maggioranze tali da assicurare che sia esente dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, prevista all'articolo 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti adottato da CONSOB con delibera 11971/1999 (il "Regolamento Emittenti CONSOB") nell'ambito del c.d. meccanismo di *whitewash* (il "Meccanismo di Whitewash").

Per effetto del Meccanismo di Whitewash, infatti, l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, prevista dall'articolo 106 del DLgs. 58/1998 e successive modifiche e integrazioni ("TUF") – applicabile nel caso di specie sulla base del richiamo volontario di cui all'articolo 9 dello statuto sociale di Glenalta – non sussiste se è conseguente a operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del Codice Civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10%.

Gli effetti della Fusione decorreranno dalla data indicata nell'atto di Fusione, che potrà coincidere o essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni di cui all'articolo 2504-*bis* del Codice Civile.

Le operazioni effettuate dalla Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dal 1 gennaio 2017. Dalla medesima data decorreranno gli effetti fiscali.

### **3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli Azionisti di Glenalta e di GF Group idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il nostro parere sull'adeguatezza, nella fattispecie, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

### **4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società Partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la

documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di GF Group in Glenalta, approvato in data 28 ottobre 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile;
- le relazioni illustrative predisposte dal Consiglio di Amministrazione di Glenalta e dal Consiglio di Amministrazione di GF Group, approvate in data 28 ottobre 2016 e che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. Le relazioni degli organi amministrativi indicano altresì, ai sensi dell'articolo 2501-bis, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;
- il documento di valutazione denominato "*Considerazioni Valutative relative a GF Group*" predisposto dalle Direzioni delle Società;
- la bozza del documento di Financial Due Diligence denominata "*Progetto Orsero – Bozza di report di financial due diligence*" predisposta dalla società KPMG (datata 27 settembre 2016);
- il documento di Business Due Diligence denominato "*Progetto Frutta – Business Assessment Report*" predisposto dalla società di consulenza Long Term Partners in data 18 ottobre 2016;
- le situazioni economico – patrimoniali pro-forma consolidate del perimetro societario di GF Group di riferimento ai fini dell'Operazioni Rilevante alla data del 31 dicembre 2015 e del 30 giugno 2016, oggetto di *limited review* da parte della società incaricata della revisione legale dei conti Deloitte, approvate dal Consiglio di Amministrazione di GF Group in data 24 ottobre 2016;
- le relazioni della società di revisione Deloitte sull'esame delle Situazioni Pro-forma alla data del 31 dicembre 2015 e del 30 giugno 2016;
- la perizia predisposta dalla Dott.ssa Elena Fornara in data 12 dicembre 2014 con riguardo alla stima del *fair value* degli SFP e del convertendo in SFP in capo a GF Group;
- il documento denominato "*Gruppo Orsero – Approfondimenti sul Business Plan*" predisposto dalla Direzione di GF Group nel mese di settembre 2016 contenente una analisi delle linee guida strategiche di GF Group per il triennio 2016-2018;
- l'Accordo Quadro con le Banche, siglato in data 26 ottobre 2016, e relativi allegati;
- la bozza del Master Agreement tra Glenalta, GF Group e FIF Holding, datata 24 ottobre 2016;
- l'accordo di ristrutturazione del debito ex art. 182 bis della Legge Fallimentare stipulato da GF Group in data 27 marzo 2015;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2015 di GF Group, predisposto in conformità ai principi contabili italiani, corredato della rispettiva relazione del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte;
- il bilancio consolidato al 30 giugno 2016 di GF Group, predisposto in conformità ai principi contabili italiani, corredato della rispettiva relazione della società di revisione Deloitte;
- i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2015 e/o i *reporting package* delle seguenti società collegate di GF Group: (i) Fruport Tarragona SL; (ii) Fruttital Cagliari Srl; (iii) Fruttital Firenze SpA; (iv) Hermanos Fernández López SA; (v) Galandi & C. SpA; (vi) Moncada Frutta Srl; (vii) Acorsa SA; (viii) Cultifruit SL; (ix) Bananera Lomas SA; (x) Agricola Tres Efes SA; (xi) Hermanos Chile; (xii) ISA Platanos; (xiii) Simba Spain SL;



- i bilanci d’esercizio al 31 dicembre 2015 delle seguenti società che non rientrano nel perimetro della transazione: (i) Mono Azul SA; (ii) K-Fleet Srl; (iii) K-Air Srl.
- la perizia di stima del valore di cessione di Mono Azul SA alla data del 30 giugno 2016 redatta da MCA Consultores SA;
- i *reporting package* al 30 giugno 2016 di alcune società collegate di GF Group e più precisamente di: (i) Acorsa SA.; (ii) Fruport Tarragona SL; (iii) Hermanos Fernández Lòpez SA; (iv) Fruttital Cagliari Srl; (v) Fruttital Firenze SpA; (vi) Bananera Lomas SA; (vii) Galandi & C. SpA; (viii) Agricola Tres Efes SA;
- il verbale del Consiglio di Amministrazione di GF Group del 24 ottobre 2016 con all’ordine del giorno, tra gli altri, l’approvazione delle Situazioni Pro-forma al 31 dicembre 2015 e al 30 giugno 2016;
- lo statuto di Glenalta;
- il regolamento dei *warrant* emessi da Glenalta (“Regolamento Warrant”);
- il bilancio d’esercizio di Glenalta al 31 dicembre 2015, predisposto in conformità ai principi contabili italiani, corredato della relazione del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione KPMG;
- il bilancio intermedio al 30 giugno 2016 di Glenalta, corredato della relazione della società di revisione KPMG, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Glenalta in data 27 settembre 2016;
- il verbale del Consiglio di Amministrazione di Glenalta del 27 settembre 2016 con all’ordine del giorno, tra gli altri, l’approvazione del bilancio intermedio al 30 giugno 2016;
- la bozza del parere emesso da KPMG ai sensi dell’art. 2437-ter del Codice Civile ai fini dell’esercizio del diritto di recesso per gli azionisti Glenalta;
- altri dati e informazioni di carattere contabile, economico-patrimoniale, finanziario e strategico forniti, in forma scritta e verbale, dalle Direzioni delle due Società.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti delle Società, anche in nome e per conto dei Consigli di Amministrazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione delle stesse, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

## **5 METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

### **5.1 Documentazione contabile di riferimento per la Fusione**

Quali documentazione contabile di riferimento per la Fusione le Società hanno utilizzato le relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2016 oggetto di approvazione da parte dei rispettivi Consigli di Amministrazione. Con riferimento a GF Group, la relazione finanziaria semestrale è stata oggetto di

proformizzazione per tenere conto di: a) emissione di n. 71.007.000 SFP in favore delle banche, da liberarsi mediante compensazione di una porzione dell'esposizione di GF Group verso le stesse banche per € 71.007.000 ai fini del contestuale acquisto da parte di Glenalta degli SFP; b) la Cessione delle Partecipazioni Non Strumentali.

## **5.2 Aspetti generali**

La Fusione comporterà l'emissione da parte di Glenalta di nuove azioni da assegnare agli aventi diritto in cambio delle azioni di GF Group da questi detenute, che saranno annullate.

Ai fini della determinazione del numero di azioni Glenalta da assegnare agli aventi diritto nell'ambito della Fusione sono state effettuate apposite valutazioni da parte degli Amministratori di Glenalta e di GF Group, tenendo conto delle difficoltà e delle peculiarità del caso di specie.

In particolare, ai fini della valutazione del capitale economico di Glenalta e di GF Group, gli Amministratori hanno adottato, tra i metodi di generale accettazione ed utilizzo internazionale, quelli più adeguati a rappresentare, in via quanto più possibile oggettiva, il valore economico delle Società in oggetto, tenuto conto delle conseguenze della Fusione nello specifico contesto (quotazione sull'AIM attraverso un veicolo SPAC).

Sulla base dei risultati ottenuti con questi metodi ed ai fini della determinazione del valore unitario delle azioni per il Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno inoltre considerato gli aspetti collegati alle caratteristiche degli strumenti finanziari di Glenalta già in circolazione, nonché al diritto di recesso spettante agli azionisti Glenalta che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione e agli accordi sottoscritti tra Glenalta e GF Group, relativamente alle modalità di esecuzione dell'Operazione Rilevante.

Gli Amministratori sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una valutazione delle Società effettuata con criteri tali da ottenere risultati omogenei e confrontabili, avendo riguardo sia ai rispettivi settori di riferimento e caratteristiche gestionali dell'attività aziendale svolta, sia alla disponibilità dei dati, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che l'Operazione Rilevante potrà avere in futuro sulla società post-fusione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della società post-fusione.

Le valutazioni di entrambe le Società sono riferite alla data del 30 giugno 2016, ossia alla data di chiusura del primo semestre dei rispettivi esercizi sociali. Le valutazioni tengono anche in considerazione, con modalità opportune, gli eventi rilevanti di natura patrimoniale e finanziaria che sono intercorsi in data successiva a quella convenzionale, o che sono previsti in futuro ma già noti alla data attuale in quanto connessi agli adempimenti delle parti in relazione alla Fusione.

## **5.3 Descrizione dei criteri di valutazione adottati dagli Amministratori di Glenalta e di GF Group**

In primo luogo, gli Amministratori hanno seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell'ambito di un'operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società partecipanti all'operazione, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni

omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il Rapporto di Cambio. Le valutazioni ottenute, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante del capitale di Glenalta e di GF Group.

In secondo luogo, le valutazioni sono state condotte dagli Amministratori considerando Glenalta e GF Group su base c.d. “*stand alone*”: tali valutazioni riflettono la situazione attuale e le prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione considerate trascurando gli effetti della Fusione, ivi incluse le conseguenti sinergie conseguibili, ossia considerate in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti all’operazione stessa.

Quanto ai metodi, nell’ambito delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni similari e tenuto conto dei limiti e delle restrizioni rilevanti nel caso di specie, per esprimere valutazioni relative di Glenalta e di GF Group ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno:

- con riferimento a Glenalta, in virtù del vettore di valore di natura principalmente patrimoniale, fondare la valutazione sul metodo del Net Asset Value (“NAV”);
- con riferimento a GF Group, affidare la valutazione a metodi che potessero derivare i valori nella particolare prospettiva del mercato dei capitali e di conseguenza fondare la valutazione su determinanti di natura reddituale/finanziaria, non patrimoniale, adottando il metodo dei moltiplicatori di mercato quale metodo principale. Gli Amministratori hanno poi deciso di verificare le risultanze del metodo principale conducendo un’analisi di regressione che verificasse l’esistenza di un rapporto lineare tra la marginalità EBITDA e il multiplo EV/EBITDA delle società comparabili di riferimento quotate su mercati regolamentati, prendendo a riferimento osservazioni settimanali su un orizzonte temporale di 24 mesi.

#### **5.4 Valutazione effettuata dagli Amministratori di Glenalta e di GF Group**

##### Glenalta

Il metodo del Net Asset Value determina il valore del capitale di Glenalta in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività della società, disgiuntamente considerate. Per valore equo si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice.

Le attività di Glenalta, considerate dagli Amministratori ai fini della determinazione del NAV, sono costituite da disponibilità liquide, da crediti (in parte in corso di formazione) ed altre attività materiali ed immateriali. Le passività sono costituite prevalentemente da debiti di natura commerciale, in parte non ancora iscritti a bilancio alla data di riferimento della valutazione, che sono però stati considerati ai fini della determinazione del NAV di Glenalta in quanto riferibili in via esclusiva alla stessa e propedeutici al perfezionamento della Fusione (es. *broker fees* dovute ai collocatori). Tra le componenti negative del NAV sono stati inoltre considerati dagli Amministratori gli effetti, inclusi i relativi costi a carico di Glenalta, del recesso anticipato esercitato da un azionista dopo il 30 giugno 2016 (per n. 55.000 azioni ordinarie).

Il valore delle disponibilità liquide e delle passività iscritte è stato determinato dagli Amministratori pari al valore nominale, che corrisponde anche al valore contabile alla data di riferimento. Il valore del NAV di Glenalta è stato poi ridotto dagli Amministratori per l’esborso connesso all’esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti rispetto all’Operazione Rilevante. L’esborso è stato determinato sulla

base del prezzo di liquidazione delle azioni Glenalta stabilito dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile e dello statuto e risulta pari a € 10,00 per azione ordinaria, moltiplicato per un numero di azioni che sarà compreso tra zero (nello scenario di recesso minimo) e n. 2.399.999 (nello scenario di recesso massimo).

Sulla base del procedimento illustrato, il valore del 100% del capitale netto di Glenalta alla data di riferimento risulta pari a circa € 80,0 milioni (nello scenario di recesso minimo) e pari a circa € 56,6 milioni (nello scenario di recesso massimo).

### GF Group

Il metodo dei moltiplicatori determina il valore di un'azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dai mercati regolamentati relative ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Si tratta di un metodo di tipo reddituale o finanziario sintetico a seconda dei multipli presi a riferimento nella valutazione. L'adozione del metodo prevede di partire dal calcolo di una serie di rapporti (i cosiddetti "moltiplicatori") riferibili ad un campione di aziende comparabili. Tanto i moltiplicatori quanto le aziende appartenenti al campione di riferimento devono essere adeguati e significativi ai fini dell'analisi. I moltiplicatori esprimono la valorizzazione implicita espressa dal rapporto fra i prezzi di mercato degli attivi industriali (*Enterprise Value*) o del capitale economico (*Equity Value*) e differenti grandezze economiche che caratterizzano l'attività aziendale e che meglio ne rappresentano le *performance* (quali ad esempio ricavi, margine operativo lordo o EBITDA, reddito operativo o EBIT, utile netto). L'analisi può essere condotta secondo un approccio *asset side*, prendendo a riferimento valori e misure di *performance* operativa (stima autonoma del valore dell'azienda), ovvero secondo un approccio *equity side*, prendendo a riferimento valori e misure di *performance* direttamente riconducibili al capitale azionario (stima diretta del capitale azionario).

I rapporti espressi dagli indici così calcolati, relativi ad imprese comparabili quotate, sono successivamente applicati alle medesime misure di *performance* dell'azienda oggetto di valutazione, così da determinare il valore implicito del capitale economico che le sarebbe attribuito, in via ipotetica, dal mercato.

Nel caso di specie, i valori di scambio per il calcolo dei moltiplicatori sono derivati da transazioni unitarie (scambi) che riguardano i titoli di alcune società quotate su mercati regolamentati (multipli di borsa). Gli Amministratori hanno deciso di fondare la valutazione su un approccio *asset side* e non *equity side* (es. attraverso l'impiego del P/E ratio) prendendo a riferimento il multiplo EV/ EBITDA, l'indice più utilizzato da investitori e analisti finanziari nel contesto nazionale ed internazionale.

Il moltiplicatore EV/EBITDA risulta dal rapporto tra il valore di mercato del capitale investito e l'EBITDA. Il valore del capitale investito è calcolato come somma dei valori di mercato del capitale proprio (capitalizzazione di Borsa) e del debito finanziario netto. L'EBITDA è una misura di *performance* di stampo reddituale che, essendo calcolata al lordo delle principali componenti di costo ad espressione non monetaria (gli ammortamenti), rappresenta una buona approssimazione di una misura di *performance* finanziaria (vettore reddituale/finanziario).

Ai fini della valutazione di GF Group gli Amministratori hanno proceduto ad analizzare i multipli EV/EBITDA relativi ad un campione di aziende quotate comparabili a GF Group per attività di business. Il campione ristretto identificato dagli Amministratori è costituito da tre società internazionali quotate su primari mercati borsistici. Secondo gli Amministratori, il *panel* di raffronto identificato è solido e significativo, essendo costituito da imprese che, seppur con propri specifici

modelli di business, operano nello stesso settore ed in parte sugli stessi mercati geografici di GF Group. Gli Amministratori hanno osservato i multipli su un orizzonte temporale di 24 mesi (dal 30 giugno 2014 al 30 giugno 2016) prendendo a riferimento la media dei valori di tale moltiplicatore calcolati sul suddetto orizzonte temporale. Gli Amministratori hanno deciso di prendere a riferimento per la valutazione una media calcolata su un orizzonte temporale biennale in quanto la crescita dei multipli delle società appartenenti al campione nell'ultimo biennio non si spiega completamente in termini endogeni e sembra quindi doversi riferire, almeno in parte, ad aspetti riguardanti preferenze dei mercati finanziari per specifici comparti, quali quello ortofrutticolo.

Al moltiplicatore EV/EBITDA così calcolato, gli Amministratori hanno quindi ritenuto equo applicare uno sconto compreso tra il 15% e il 25%. Ciò in dipendenza dei seguenti fattori:

- la dimensione e la redditività del business di GF Group inferiore rispetto alla media dei *comparables* individuati;
- l'assenza di liquidità rispetto ai *comparables*, il cui capitale è composto da titoli liquidi e liquidabili quotidianamente sul mercato azionario;
- il recente completamento da parte di GF Group di un percorso di *turnaround*.

Il *range* del moltiplicatore EV/EBITDA così ottenuto dagli Amministratori è compreso tra circa 6,3x e circa 7,2x.

Gli Amministratori hanno applicato i moltiplicatori ai dati consuntivi di EBITDA di GF Group per l'esercizio 2015, predisposti su base consolidata pro-forma secondo i principi contabili italiani. A fini valutativi gli Amministratori hanno infatti deciso di non utilizzare un dato EBITDA LTM (*Last Twelve Months*) al 30 giugno 2016 in considerazione della ciclicità del business nel corso dell'anno e hanno inoltre tenuto conto dei seguenti parametri: (i) la posizione finanziaria netta consolidata pro-forma secondo i principi contabili italiani di GF Group al 30 giugno 2016 (ritenuta rappresentativa e sostanzialmente allineata ai dati del 31 dicembre 2015); (ii) il valore del Patrimonio Netto di Terzi (interessi di minoranza correlati alle società controllate, non partecipate in misura totalitaria da GF Group). Inoltre, gli Amministratori hanno considerato alcuni *adjustment* principalmente riferibili a un *tax asset* di certo utilizzo in capo a GF Group (secondo quanto verificato con i consulenti fiscali) e a una garanzia per massimi € 8.000.000 che sarà rilasciata da GF Group (e quindi dalla società post-fusione) nell'interesse di Argentina Srl in relazione al debito di Mono Azul SA. Gli Amministratori, infine, precisano che gli ulteriori *tax asset* riferibili alle due società non sono stati considerati ai fini della valorizzazione delle stesse poiché di incerta quantificazione e, soprattutto, causa l'incerta possibilità di impiego a seguito della fusione.

Al fine di valutare GF Group gli Amministratori hanno quindi deciso di utilizzare un valore intermedio della forchetta valutativa summenzionata, ossia un moltiplicatore EV/EBITDA 2015 pari a 6,7x.

Sulla base del procedimento illustrato, il valore del 100% del capitale netto di GF Group alla data di riferimento risulta pari a € 80,0 milioni.

Al fine di effettuare un controllo ("*sanity check*") sulle evidenze valutative emerse dall'applicazione del metodo dei moltiplicatori di mercato e, pur consapevoli dei limiti applicativi e delle fragilità intrinseche dei modelli di regressione, gli Amministratori hanno effettuato un'analisi di regressione al fine di determinare l'esistenza di un rapporto lineare tra marginalità EBITDA e il multiplo EV/EBITDA del *panel* delle società *comparables* prese a riferimento.

Tale analisi ha restituito dei valori di intercetta e di variabile dipendente - da un punto di vista statistico - significativamente diversi da zero, con un intervallo di confidenza del 95%. L'analisi determina un moltiplicatore EV/EBITDA prossimo a 7,3x, sostanzialmente equivalente al limite superiore dell'intervallo valutativo individuato dal metodo dei moltiplicatori di mercato. Considerando il fatto che la regressione esprime una relazione tra grandezze relative a società quotate, caratterizzate da un differente profilo di liquidità del proprio capitale (composto da titoli liquidi, cedibili quotidianamente sui mercati azionari di riferimento), gli Amministratori hanno ritenuto congruo confermare una valutazione con un multiplo implicito inferiore a quello superiore della forchetta di valutazione. Gli Amministratori attraverso l'analisi di regressione hanno verificato la solidità dei raffronti e delle scelte metodologiche impiegate.

#### **5.5 Considerazioni degli Amministratori in merito al numero delle azioni da utilizzare per la determinazione del valore unitario delle azioni di Glenalta**

Relativamente a Glenalta, il capitale sociale deliberato alla data di riferimento delle valutazioni per il Rapporto di Cambio è costituito da numero complessive n. 8.150.000 azioni senza valore nominale, delle quali n. 8.000.000 azioni ordinarie (di cui n. 55.000 azioni proprie in portafoglio) e n. 150.000 azioni speciali.

Sono inoltre in circolazione n. 4.130.000 *warrant* Glenalta convertibili in azioni ordinarie con le modalità riportate nel Regolamento Warrant.

Relativamente a ciò, e rispetto alle valutazioni necessarie per la determinazione del Rapporto di Cambio relativo alla Fusione, il Consiglio di Amministrazione di Glenalta ha sviluppato le considerazioni che seguono:

- per le azioni speciali, gli Amministratori hanno considerato che queste sono prive del diritto al dividendo per un periodo massimo di trentasei mesi a far tempo dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante e del diritto di voto, durante il quale incorporano un'opzione di conversione gratuita in azioni ordinarie. Sulla base di questi elementi, e considerando che la valutazione di Glenalta è sviluppata secondo una logica patrimoniale, il Consiglio di Amministrazione di Glenalta ha stimato il valore attribuibile alle azioni speciali pari a quello delle azioni ordinarie, così come peraltro previsto nello statuto all'articolo 6.4. sub. (e);
- le medesime considerazioni effettuate dagli Amministratori per le azioni speciali sono state ritenute valide anche per i *warrant*, in quanto il loro esercizio ed il numero delle azioni di compendio ("*an*" e "*quantum*") dipenderanno dall'andamento borsistico del titolo della società risultante dalla Fusione.

In conclusione, gli Amministratori hanno ritenuto che il valore unitario convenzionalmente attribuibile all'azione Glenalta, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni GF Group, debba essere calcolato con riferimento al numero di n. 8.095.000 azioni ridotto del numero di azioni che saranno riacquistate e annullate per l'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione.

All'interno di tale base di capitale, gli Amministratori hanno determinato il valore unitario delle azioni senza distinzioni di valore tra azioni ordinarie e azioni speciali e senza considerare gli effetti di diluizione che potranno derivare in futuro dall'esercizio dei *warrant* e dalla conversione moltiplicativa delle azioni speciali.

## **6 DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI GLENALTA E DI GF GROUP**

Le principali difficoltà incontrate dagli Amministratori di Glenalta e di GF Group nella valutazione delle società coinvolte nella prospettata Fusione sono sinteticamente quelle descritte di seguito:

- la scarsa significatività delle quotazioni di borsa delle azioni Glenalta sul mercato AIM in considerazione del numero di scambi relativamente limitato conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato. Riguardo ciò, i Consigli di Amministrazione non hanno ritenuto opportuno utilizzare i prezzi espressi da questi scambi quale riferimento per la valutazione di Glenalta in sede di determinazione del Rapporto di Cambio;
- i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di GF Group sono calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società del settore di riferimento. Gli Amministratori si sono adoperati al fine di individuare, tra le società oggi quotate sui principali mercati finanziari, quelle maggiormente comparabili a GF Group. Per quanto il campione identificato sia stato ritenuto solido ed omogeneo, quindi utile ai fini di un confronto, tenuto conto delle differenze tra le società del campione prescelto e GF Group, esprimibili principalmente in termini di profilo dimensionale e reddituale, gli Amministratori hanno ritenuto congruo operare uno sconto rispetto ai multipli medi osservati per le società comparabili;
- il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF") non è stato adottato quale metodologia valutativa tenuto conto da un lato della modalità sintetica di predisposizione delle linee guida strategiche di GF Group, dall'altro lato della configurazione di valore potenziale associato al suo impiego perché dipendente da circostanze ed ipotesi valutative speciali e non verificabili. Tale metodo avrebbe potuto creare disomogeneità tra i criteri adottati per le due Società.

## **7 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE**

All'esito del processo valutativo, i Consigli di Amministrazione di Glenalta e di GF Group hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio per la Fusione.

Relativamente agli effetti connessi all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di Glenalta dissenzienti rispetto all'Operazione Rilevante, gli Amministratori hanno proceduto al calcolo dei rapporti di cambio risultanti dalle valutazioni delle azioni Glenalta riferite allo scenario di recesso minimo e allo scenario di recesso massimo.

Sulla base di questi calcoli i Consigli di Amministrazione hanno rilevato che, a parità di valore nozionale attribuito alle azioni GF Group, la differenza tra i valori delle azioni Glenalta riferiti ai due scenari determini una variazione del Rapporto di Cambio di importo non rilevante.

In considerazione di ciò, pur non essendo noto alla data attuale il numero esatto di azioni Glenalta che saranno riguardate dalle richieste di recesso, gli Amministratori hanno determinato di identificare un Rapporto di Cambio fisso e univocamente determinato mediante arrotondamento pari a ogni n. 50 azioni ordinarie GF Group, n. 43 azioni ordinarie Glenalta di nuova emissione. Non sono previsti conguagli in denaro.

## **8 LAVORO SVOLTO**

### **8.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata**

Con riferimento al lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, così come indicata al precedente paragrafo 4, abbiamo avviato le nostre attività in data 12 ottobre 2016, effettuando una lettura critica delle bozze delle relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nei giorni precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale.

In particolare, come indicato in precedenza, le Direzioni di GF Group e di Glenalta hanno stabilito di effettuare la Fusione sulla base delle relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2016, utilizzando ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio la Situazione Pro-forma semestrale di GF Group, che è stata predisposta avendo riguardo al perimetro societario di riferimento ai fini dell'Operazione Rilevante.

In relazione alle Situazioni Pro-forma, sono state da noi effettuate talune procedure, anche tramite incontri e discussioni con le Direzioni delle Società nonché con le società incaricate della revisione legale dei conti KPMG e Deloitte, volti a comprendere il lavoro di revisione effettuato in termini di strategia adottata e risultati acquisiti. Abbiamo inoltre specificatamente chiesto e ottenuto informazioni circa la proformizzazione della struttura societaria di GF Group e la definizione dei valori delle partecipazioni in collegate incluse nel perimetro societario. Ulteriori domande sono state poste per comprendere l'esistenza di eventuali attività e/o passività non riflesse a bilancio. Abbiamo quindi acquisito copia delle relative relazioni di revisione limitata che confermano che dal lavoro svolto nulla è emerso che induca a ritenere che le ipotesi di base adottate per la redazione dei prospetti consolidati pro-forma di GF Group non siano ragionevoli, che la metodologia utilizzata per l'elaborazione dei predetti prospetti non sia stata applicata correttamente e che nella redazione dei medesimi prospetti siano stati utilizzati criteri di valutazione e principi contabili non corretti.

Le sopra menzionate procedure relative alle Situazioni Pro-forma sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3.

Con riferimento ai presupposti essenziali della Fusione che ne rappresentano condizioni per la relativa efficacia, abbiamo effettuato colloqui con le Direzioni ed i consulenti legali e fiscali delle Società al fine di acquisire gli elementi principali relativi alle condizioni per la loro corretta ed efficace esecuzione.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussioni con le Direzioni di Glenalta e di GF Group, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Pro-forma, al fine di analizzare eventuali effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Secondo quanto confermatoci dalle Direzioni, anche tramite lettere di attestazione, alla data della presente relazione non si sono verificati eventi o circostanze tali da rendere necessari aggiustamenti o rettifiche alle informazioni utilizzate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine discusso con la Direzione di GF Group le principali linee guida strategiche relative al periodo 2016-2018, avendo particolare riguardo alle iniziative e ai progetti speciali il cui verificarsi è



stato ipotizzato nel triennio, fermi restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale.

## **8.2 Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, abbiamo svolto le seguenti procedure:

- discusso con le Direzioni delle Società gli approcci valutativi, le metodologie adottate ed in generale il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli del Rapporto di Cambio sulla base degli scenari di recesso minimo e massimo da parte degli azionisti di Glenalta, elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- sviluppato analisi di sensitività su GF Group nell'ambito del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di Glenalta rilevando alcune informazioni quali, a titolo di esempio, le caratteristiche del flottante, la volatilità del titolo e i volumi medi giornalieri;
- ricevuto formale attestazione dai legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento della Fusione e agli altri elementi presi in considerazione tali da comportare la necessità di apportare aggiornamenti alle valutazioni predisposte dagli Amministratori.

## **9 COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi di Glenalta e di GF Group, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, ed avendo riguardo allo specifico contesto in questione (quotazione sul mercato AIM attraverso un veicolo SPAC), hanno

privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Coerentemente con le finalità delle valutazioni elaborate, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno dato rilevanza al principio di omogeneità valutativa richiesto nelle operazioni di fusione, privilegiando la scelta di metodologie idonee a esprimere valori comparabili per le Società. A tal proposito è opportuno ricordare che tale principio non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione debbano adottare i medesimi criteri valutativi. In tale contesto, sono stati adottati criteri e parametri che tengono adeguatamente conto delle relative specificità.

Le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di Glenalta e di GF Group per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Glenalta e di GF Group per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Glenalta e di GF Group è stata effettuata dagli Amministratori per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e condivisi dalla prassi professionale in analoghi contesti;
- l'approccio metodologico seguito appare adeguato nella fattispecie tenuto conto sia della diversa natura e tipologia delle attività svolte da GF Group e da Glenalta, sia delle informazioni disponibili, come richiesto dalla tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Glenalta e GF Group su base c.d. "stand alone", in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- è in linea con la migliore prassi professionale e appare ragionevole l'utilizzo di metodologie di controllo al fine di verificare la coerenza logica del processo valutativo e ridurre al minimo la possibilità di errore. Gli Amministratori hanno adeguatamente motivato le ragioni per le quali è stato necessario individuare un unico metodo per Glenalta ed escludere per GF Group le

ulteriori principali metodologie disponibili rispetto al criterio selezionato, privilegiando per la Società Incorporanda un controllo attraverso l'analisi di regressione tra marginalità EBITDA e moltiplicatore EV/EBITDA per il *panel* di società considerate nell'ambito del metodo di valutazione principale;

- la valutazione del capitale economico di Glenalta è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando il metodo patrimoniale attraverso la stima del NAV. Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di una SPAC come Glenalta. Conseguentemente la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;
- il criterio delle quotazioni di borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate e comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale. Peraltro, come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. Nel caso in esame, il mancato riferimento ai corsi di borsa appare motivato dagli Amministratori data la scarsa rappresentatività degli scambi relativi al titolo sul mercato AIM. Abbiamo a nostra volta sviluppato, nell'ambito di autonomi spunti valutativi, analisi in ordine all'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Glenalta ed effettuato ulteriori verifiche comparative sul titolo rispetto a quelli quotati sul mercato AIM e sugli altri mercati azionari. Alla luce di dette analisi, risultano nel complesso confermate le scelte effettuate dagli Amministratori sulla non applicabilità di tale metodo;
- la valutazione del capitale economico di GF Group è stata effettuata sulla base del metodo dei moltiplicatori di mercato derivando il valore della Società Incorporanda sulla base di un *panel* di aziende quotate aventi caratteristiche comparabili. Gli Amministratori hanno identificato il moltiplicatore EV/EBITDA, in quanto ritenuto più rappresentativo e idoneo al caso in esame, avendo riguardo al dato medio osservato nell'orizzonte temporale di 24 mesi al fine di sterilizzare l'effetto derivante dalle particolari contingenze che hanno caratterizzato i mercati finanziari nell'ultimo biennio. Gli Amministratori hanno ritenuto, inoltre, ragionevole rettificare il suddetto multiplo di uno sconto medio in considerazione di alcuni elementi quali: i) inferiori dimensioni e redditività del business di GF Group rispetto alla media dei *comparables* identificati; ii) assenza di liquidità rispetto ai *comparables*, aziende quotate sui principali mercati azionari; iii) recente completamento da parte di GF Group di un percorso di *turnaround*. Il moltiplicatore così determinato è stato applicato al dato relativo all'EBITDA pro-forma (che non include gli effetti delle Partecipazioni Non Strumentali oggetto di cessione) dell'ultimo anno disponibile, vale a dire il 2015, predisposto secondo i principi contabili italiani, aggiustato per includere i risultati pro-quota delle società collegate. Al riguardo, le verifiche effettuate sui calcoli degli Amministratori e le analisi svolte in maniera autonoma sui moltiplicatori di borsa, avendo riguardo a diverse società comparabili e procedimenti di stima dei parametri di mercato, complessivamente confermano la correttezza del moltiplicatore determinato ai fini dello sviluppo del metodo. Con riguardo dell'applicazione dello sconto, si rileva che la prassi riconosce rettifiche di questo tipo a seconda dell'ambito di riferimento e delle caratteristiche e dimensioni della società/pacchetto azionario; le ricerche empiriche ed i filoni di analisi in merito alla misurazione dello sconto identificano un intervallo variabile entro cui si colloca il parametro utilizzato dagli Amministratori per lo sviluppo del metodo. Le nostre analisi sulla dimensione dello sconto confermano che l'utilizzo di multipli calcolati su orizzonti temporali più brevi – rispetto a quello dei 24 mesi utilizzato dagli Amministratori - avrebbe comunque condotto a stimare sconti ragionevoli all'interno dell'intervallo identificato;

- è in linea con la prassi e la tecnica professionale la rettifica del valore economico per attività e passività accessorie e non operative, nella fattispecie identificate dagli Amministratori nei seguenti: i) un beneficio fiscale incluso nel saldo imposte anticipate alla data del 30 giugno 2016 riferibile ad alcune società di GF Group di cui è certo l'utilizzo; ii) una garanzia per massimi € 8.000.000 che sarà rilasciata da GF Group (e quindi dalla società post-fusione) in relazione ad una delle Partecipazioni Non Strumentali oggetto di cessione (Mono Azul SA). Le considerazioni alla base dell'applicazione di queste rettifiche sono state comunque da noi verificate anche sulla base degli incontri e della documentazione di dettaglio messa a disposizione dai consulenti fiscali e legali delle Società e risultano, nelle circostanze, congrue;
- con riferimento all'applicazione di ulteriori metodologie rispetto a quelle utilizzate dagli Amministratori segnaliamo quanto segue:
  - ✓ il metodo del DCF non è stato adottato per la dipendenza da circostanze ed ipotesi valutative aleatorie che avrebbero potuto determinare un valore potenziale per GF Group e creare disomogeneità tra i criteri adottati per le due Società. A tale riguardo, dagli incontri con le Direzioni delle Società e dalle analisi svolte sul documento contenente le linee guida strategiche e le proiezioni economico-patrimoniali ("Proiezioni") che ci è stato messo a disposizione è emerso che: i) le Proiezioni sono state sviluppate in maniera sintetica per il periodo 2016-2018 senza una determinazione analitica di tutte le voci, soprattutto quelle patrimoniali, necessarie al fine di applicare, nella fattispecie, il metodo di valutazione finanziario del DCF; ii) le linee guida strategiche includono alcuni progetti di sviluppo ed assunzioni ipotetiche speciali per le quali non vi sono riscontri obiettivi (es. iniziative strategiche, acquisizioni) e che, per loro natura, sono idonee ad esprimere un valore potenziale, disomogeneo rispetto alla configurazione di valore adottata per Glenalta; iii) le circostanze relative a tempistica di realizzazione, attese di redditività ed esborsi stimati per alcune assunzioni avrebbero potuto determinare incertezza nella stima di alcuni parametri valutativi determinando effetti, anche significativi, sul valore del capitale economico di GF Group;
  - ✓ il metodo delle transazioni comparabili non è stato utilizzato tenuto conto di una serie di considerazioni legate principalmente alle difficoltà di identificare un *panel* rappresentativo e omogeneo, alla luce delle tipicità dell'Operazione Rilevante, finalizzata alla quotazione sull'AIM attraverso un veicolo SPAC.

In considerazione di quanto sopra, le scelte degli Amministratori al riguardo, ancorché non in linea con un preferibile approccio che tenga anche conto di metodologie di controllo, appaiono nelle circostanze motivate e ragionevoli;

- le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi;
- nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno sviluppato specifiche considerazioni per le seguenti tipologie di strumenti finanziari caratterizzanti il capitale sociale di Glenalta:
  - ✓ la presenza di azioni proprie in portafoglio: ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio il numero di azioni complessive considerate è stato ridotto delle stesse;
  - ✓ la presenza di azioni speciali: il rapporto di conversione gratuita attribuibile alle stesse è stato quello della parità, come peraltro previsto nel rispettivo statuto, tenuto conto di una

valutazione della Società in ottica c.d. *stand alone* che prescinde dagli effetti che si realizzeranno a seguito del perfezionamento della Fusione;

- ✓ la presenza di *warrant*: i *warrant* Glenalta, convertibili in azioni ordinarie come da condizioni e modalità esplicitate nel rispettivo Regolamento Warrant, non sono stati considerati in quanto il loro esercizio e il numero di azioni di compendio sono dipendenti dall'andamento borsistico del titolo della società risultante dalla Fusione e quindi non determinabile in misura certa.

Diversamente da Glenalta, GF Group non ha in circolazione strumenti potenzialmente diluitivi della base di capitale.

L'approccio seguito dagli Amministratori, come sopra illustrato, appare nelle circostanze opportunamente motivato e accettabile sotto un profilo tecnico e in linea con la prassi valutativa, anche alla luce di una impostazione coerente con quelle generalmente assunte in precedenti operazioni sul capitale che hanno interessato le SPAC.

## **10 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- la determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata attraverso metodologie valutative sostanzialmente differenti (il metodo del NAV e il metodo dei moltiplicatori di mercato), in ragione del fatto che le due Società hanno natura e caratteristiche molto diverse fra loro, e senza utilizzare metodologie di controllo utilizzate generalmente per verificare la coerenza logica dei risultati. La scelta di non applicare metodi di controllo, adeguatamente motivata dagli Amministratori sulla base della particolarità della operazione e delle informazioni disponibili, risulta poco adottata nella prassi professionale;
- con riguardo alla metodologia applicata per la stima del capitale economico di GF Group, va ricordato che il criterio è generalmente adottato in contesti di riferimento simili (operazione finalizzata alla quotazione su un mercato finanziario attraverso un veicolo SPAC) e che il moltiplicatore selezionato rappresenta un indice di riferimento ampiamente utilizzato da investitori e analisti; va anche segnalato che le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come quello dei multipli di borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e, pertanto, possono individuare valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione e del profilo di comparabilità delle società del campione preso a riferimento;
- l'EBITDA e la posizione finanziaria netta di GF Group considerati ai fini della determinazione del valore economico sono state estrapolate dalle Situazioni Pro-forma al 31 dicembre 2015 e al 30 giugno 2016, entrambe oggetto di *limited review* da parte della società incaricata della revisione dei conti Deloitte. Tali dati contabili sono stati successivamente rettificati dagli Amministratori per includere le rispettive componenti pro-quota di EBITDA e di posizione finanziaria netta relative alle società collegate. Con riguardo alle rettifiche ai dati contabili attinenti le società collegate, segnaliamo che i rispettivi bilanci e/o *reporting package* sono stati oggetto di *desk review* da parte di Deloitte.

Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- la Fusione coinvolge soggetti indipendenti e il Rapporto di Cambio è frutto, pertanto, di una negoziazione tra le Direzioni delle Società, disciplinata dal Master Agreement. A tale riguardo, si segnala che alcune considerazioni effettuate a fini valutativi, e relative per esempio alla misura dello sconto e alle rettifiche applicate ai dati contabili di riferimento, sono state sviluppate dagli Amministratori nel contesto dei reciproci impegni e tenuto conto di una serie di circostanze e condizioni negoziate nel contesto della Fusione;
- si ricorda per completezza informativa che la Fusione è subordinata al verificarsi delle seguenti principali circostanze, che ne rappresentano presupposti essenziali per la relativa efficacia: i) la delibera favorevole dell'Assemblea Straordinaria di Glenalta ai fini della approvazione dell'Operazione Rilevante (quindi che il diritto di recesso sia esercitato da parte di tanti soci che rappresentino al massimo il 30% meno una azione del capitale sociale); ii) la completa e corretta esecuzione dell'Accordo Quadro con le Banche finalizzato alla ridefinizione della situazione debitoria di GF Group, e degli ulteriori accordi dallo stesso previsti, con conseguente risoluzione degli Accordi di Ristrutturazione e Risanamento e acquisto da parte di Glenalta degli SFP; iii) la completa e corretta esecuzione della Cessione delle Partecipazioni Non Strumentali;
- esula inoltre dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.

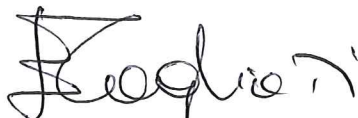
## **11 CONCLUSIONI**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

**ogni n. 50 azioni ordinarie GF Group,  
n. 43 azioni ordinarie Glenalta di nuova emissione.**

Milano, 28 ottobre 2016

PricewaterhouseCoopers SpA



Elena Cogliati  
(Revisore legale)