

## Relazione della società di revisione sulla corrispondenza al valore di mercato del prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile

Al Consiglio di Amministrazione di  
SABAF S.p.A.

### 1. Motivo e oggetto dell'incarico

In relazione alla delega conferita dall'Assemblea degli Azionisti del 4 maggio 2020 di SABAF S.p.A. ("SABAF" o la "Società" e, unitamente alle sue controllate, il "Gruppo SABAF") al consiglio di amministrazione (il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile, abbiamo ricevuto dalla Società la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 14 luglio 2023, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva detta operazione.

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, il Consiglio di Amministrazione intende quindi esercitare interamente la delega nel rispetto delle indicazioni fornite dall'assemblea e delle previsioni dell'articolo 2441, comma 4 secondo periodo, del Codice Civile, deliberando quindi di aumentare, a pagamento e in via scindibile, il capitale sociale della Società per un importo di massimi nominali Euro 1.153.345,00, corrispondente al 10,00% del capitale sociale esistente alla data odierna, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, mediante emissione di massime n. 1.153.345 nuove azioni ordinarie SABAF del valore nominale pari a Euro 1,00 (uno/00), aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con godimento regolare (l'"Aumento di Capitale").

Il suddetto Aumento di Capitale, in forza della delega conferita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di SABAF tenutasi in data 4 maggio 2020, sarà deliberato nel corso del Consiglio di Amministrazione previsto per il 14 luglio 2023.

Ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere il parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni SABAF al valore di mercato delle azioni stesse, ovvero, nelle circostanze, sull'adeguatezza del criterio adottato dagli Amministratori ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

## 2. Sintesi dell'operazione

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, in data 4 maggio 2020, l'Assemblea degli Azionisti di SABAF S.p.A. ha deliberato di *"delegare al consiglio di amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare in una o più volte il capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile, nei termini e alle condizioni di cui alla citata Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione e alla modifica statutaria di cui al seguente punto 2"*. Ai sensi del punto 2 della delibera, l'Assemblea ha quindi deliberato di modificare l'articolo 5 dello statuto sociale come segue: *"L'Assemblea riunitasi in sede straordinaria in data 4 maggio 2020 ha deliberato di delegare al Consiglio di Amministrazione la facoltà, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, di aumentare il capitale sociale a pagamento e tramite sottoscrizione in danaro, in una o più volte, anche in via scindibile, entro il 4 maggio 2025, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile, mediante l'emissione, anche in più tranches, di un numero di azioni ordinarie non superiore al 10% (dieci per cento) del capitale sociale preesistente alla data di eventuale esercizio della delega e comunque per un importo nominale non superiore ad Euro 1.153.450,00 (unmilione centocinquantaquattrocentocinquanta), con facoltà di stabilire l'eventuale ulteriore sovrapprezzo. Ai fini dell'esercizio della delega di cui sopra al Consiglio di Amministrazione è altresì conferito ogni potere per (a) fissare, per ogni singola tranche, il numero, il prezzo unitario di emissione (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo) e il godimento delle azioni ordinarie, con gli unici limiti di cui all'art. 2441, comma 4, secondo periodo e/o all'art. 2438 e/o al comma quinto dell'art. 2346 del Codice Civile; (b) stabilire il termine per la sottoscrizione delle azioni ordinarie della società; nonché (c) dare esecuzione alla delega e ai poteri di cui sopra, ivi inclusi, a mero titolo esemplificativo, quelli necessari per apportare le conseguenti necessarie modifiche dello statuto di volta in volta necessarie"*.

A tale riguardo, gli Amministratori segnalano nella Relazione degli Amministratori che la delega conferita dall'Assemblea reca - per mero errore materiale - l'importo massimo del valore nominale dell'aumento di capitale in Euro 1.153.450,00, e, conseguentemente, che il numero massimo di azioni di cui si prevede l'emissione sia pari a 1.153.450. Va tuttavia precisato che, poiché il capitale sociale è pari a Euro 11.533.450,00, la delega in oggetto non può che essere esercitata con riferimento a un aumento di capitale sociale di nominali Euro 1.153.345,00 e per un numero di azioni pari a 1.153.345.

In particolare, la Relazione degli Amministratori indica che il Consiglio di Amministrazione intende quindi esercitare interamente la delega nel rispetto delle indicazioni fornite dall'Assemblea degli Azionisti della Società e delle previsioni dell'articolo 2441, comma 4 secondo periodo, del Codice Civile.

La Relazione degli Amministratori indica che la decisione di esercitare la delega segue altresì l'impegno irrevocabile di sottoscrivere l'Aumento di Capitale da parte di Fulvio Montipò (l'"Investitore"), direttamente o tramite società da lui controllata, che per l'esperienza imprenditoriale acquisita rappresenta un partner ideale per supportare la Società.

Gli Amministratori prevedono quindi che le azioni di nuova emissione siano offerte in sottoscrizione nell'ambito di un collocamento riservato, senza pubblicazione di un prospetto informativo di offerta al pubblico e/o di quotazione per le azioni di nuova emissione (beneficiando delle esenzioni previste dall'art. 1, par. 4, lett. b), e par. 5, lett. a), del Regolamento (UE) 2017/1129).

Il Consiglio di Amministrazione conferirà all'amministratore delegato Pietro Iotti e al consigliere delegato Gianluca Beschi i poteri per dare attuazione, disgiuntamente tra loro, alla delibera di Aumento di Capitale.

La prospettata operazione di Aumento di Capitale persegue lo scopo, coerente con l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione della delega conferita dall'assemblea, di consentire alla Società di reperire in modo rapido ed efficiente eventuali partner e/o investitori in grado di apportare denaro da impiegare per proseguire la strategia di crescita per linee esterne della Società.

In particolare, gli Amministratori prevedono che le risorse rivenienti dall'Aumento di Capitale vengano destinate, in primo luogo, al perfezionamento della possibile operazione di acquisizione (la "Possibile Operazione") della partecipazione rappresentativa del 51% della società statunitense Mansfield Engineered Components Ltd. ("MEC"). Ai termini e alle condizioni degli accordi relativi alla Possibile Operazione, si prevede che siano altresì concesse alla Società opzioni *put e call*, finalizzate a consentirle di acquistare la quota residua in MEC nel termine massimo di 5 (cinque) anni dalla data del closing della prima acquisizione.

La Relazione degli Amministratori evidenzia che, proprio in connessione con le esigenze sopra descritte, nei mesi scorsi, il Consiglio di Amministrazione ha avviato interlocuzioni preliminari con investitori potenzialmente interessati a partecipare al progetto di crescita della Società, sottoscrivendo l'Aumento di Capitale. Nell'ambito di tali interlocuzioni sono stati anche discussi con i potenziali investitori i termini e le condizioni del prezzo di sottoscrizione delle azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale.

Il 4 luglio 2023, il Consiglio di Amministrazione ha ricevuto l'impegno irrevocabile dell'Investitore che è parso fin da subito il più appetibile per gli interessi della Società in ragione:

- (i) del fatto che l'Investitore ha garantito al Consiglio di Amministrazione l'impegno a sottoscrivere integralmente l'Aumento di Capitale ad un prezzo predeterminato, che non scontasse le oscillazioni del mercato di riferimento e consentisse il reperimento certo delle risorse necessarie a garantire il successo dell'operazione di Aumento di Capitale;
- (ii) dell'esperienza e dei successi imprenditoriali dell'Investitore che, come già indicato, rappresenta un partner ideale per la Società.

In considerazione dell'impegno irrevocabile presentato dall'Investitore, il ricorso allo strumento dell'Aumento di Capitale riservato, con conseguente esclusione del diritto di opzione, rappresenta, a giudizio del Consiglio di Amministrazione, il modo più rapido ed efficiente per consentire alla Società di reperire il capitale di rischio con la necessaria flessibilità di esecuzione.

Nel corso delle attività prodromiche all'esercizio della delega, il Consiglio di Amministrazione ha valutato l'opportunità di effettuare un collocamento presso investitori qualificati (come definiti ai sensi dell'art. 2, paragrafo 1, lettera e), del Regolamento (UE) 2017/1129) attraverso un processo di bookbuilding, in linea con la prassi relativa alle offerte sul mercato di titoli di società quotate.

Tuttavia, in considerazione dell'impegno irrevocabile rappresentato dall'Investitore avente ad oggetto la sottoscrizione dell'intero Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione ha deciso di procedere al collocamento in via riservata al solo Investitore, per le ragioni sopra indicate.

Il Consiglio di Amministrazione si è avvalso del supporto di Equita SIM S.p.A., in qualità di consulente finanziario ("Equita" o il "Consulente Finanziario"), che ha predisposto il documento a supporto del Consiglio di Amministrazione (l'"Analisi") necessario a individuare il criterio più appropriato da applicare per individuare il prezzo delle azioni di nuova emissione e ha ritenuto che il metodo delle quotazioni di Borsa – quale metodo che fa riferimento ai prezzi delle azioni espressi dal mercato – sia il più coerente con il concetto di "valore di mercato" previsto dalla prescrizione di legge.

### 3. Natura e portata della presente relazione

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

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione di Aumento di Capitale sopra delineata, così come riferita dagli Amministratori e nel seguito riportata, con riferimento al requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato richiesto dalla norma sopra richiamata, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, nelle circostanze e nell'esercizio della delega ricevuta dall'Assemblea degli Azionisti, di determinare un prezzo puntuale di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse.

La presente relazione ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione in ordine alla proposta di aumento di capitale in esame, esclusivamente in relazione all'adeguatezza del criterio utilizzato dagli Amministratori per individuare un prezzo di emissione delle azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale e alla sua corretta applicazione.

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

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

#### 4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente dalla Società o per suo tramite, i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- a) la Relazione degli Amministratori del 14 luglio 2023 che illustra e giustifica l'operazione di aumento di capitale sociale, con esclusione del diritto d'opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, indicando il criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione;
- b) l'Analisi predisposta dal Consulente Finanziario denominata "Project SAC2023 Documento a supporto del Consiglio di Amministrazione" datata 14 luglio 2023 a supporto delle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di SABAF;
- c) il verbale del Consiglio di Amministrazione del 14 luglio 2023 che ha deliberato di adottare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- d) il verbale dell'Assemblea degli Azionisti del 4 maggio 2020 che deliberato di rilasciare la delega al Consiglio di Amministrazione circa la facoltà dell'Aumento di Capitale;
- e) lo Statuto della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- f) il bilancio d'esercizio e consolidato di SABAF al 31 dicembre 2022, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 4 aprile 2023;
- g) il resoconto intermedio di gestione di SABAF al 31 marzo 2023, non assoggettato a revisione contabile completa o limitata;
- h) il documento contenente l'impegno irrevocabile dell'Investitore denominato "Equity Commitment Letter" datata 4 luglio 2023;
- i) l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni di SABAF, ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri, registrati nei periodi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
- j) le ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dal legale rappresentante della Società in data 14 luglio 2023, che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

## 5. Metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

### 5.1 Premessa

Come sopra anticipato, nell'operazione di Aumento di Capitale in esame il Consiglio di Amministrazione, in esecuzione della delega ricevuta dall'Assemblea degli Azionisti, ha determinato di stabilire in via definitiva, già in sede deliberativa, un criterio di determinazione ed il relativo prezzo di emissione delle nuove azioni, cui il Consiglio di Amministrazione dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

### 5.2 Il criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione

Per quanto riguarda la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dalla prospettata operazione di Aumento di Capitale, l'Assemblea degli Azionisti, nella delibera assunta il 4 maggio 2020, ha stabilito che *"Ai fini dell'esercizio della delega di cui sopra al Consiglio di Amministrazione è altresì conferito ogni potere per fissare, per ogni singola tranche, il numero, il prezzo unitario di emissione (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo) e il godimento delle azioni ordinarie, con gli unici limiti di cui all'art. 2441, comma 4, secondo periodo e/o all'art. 2438 e/o al comma quinto dell'art. 2346 del Codice Civile"*.

Il Consiglio di Amministrazione si è avvalso del supporto del Consulente Finanziario che ha predisposto l'Analisi a supporto del Consiglio di Amministrazione stesso e necessaria a individuare il criterio più appropriato da applicare per individuare il prezzo delle azioni di nuova emissione e ha ritenuto che il metodo delle quotazioni di Borsa – quale metodo che fa riferimento ai prezzi delle azioni espressi dal mercato – sia il più coerente con il concetto di "valore di mercato" previsto dalla prescrizione di legge.

Anche in ragione delle risultanze dell'Analisi, il Consiglio di Amministrazione condivide che il requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato contenuto nell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile introduce un criterio dotato di una certa indeterminatezza in quanto non vengono fornite ulteriori precisazioni quali, ad esempio, il riferimento a un preciso tempo di determinazione. Pertanto, si è ritenuto che, per la determinazione del valore di mercato, occorra individuare degli elementi per la determinazione di un prezzo di emissione che tengano conto delle specifiche caratteristiche della Società e del valore riconosciuto dal mercato, tra i quali:

- ▶ la liquidità del titolo, sia in termini assoluti che in relazione al flottante della Società;
- ▶ la volatilità del titolo, anche con specifico riferimento alle caratteristiche dell'operazione;
- ▶ la recente evoluzione del titolo;
- ▶ la tipologia di operazione posta in essere e la tipologia di sottoscrittori;
- ▶ le dimensioni dell'offerta (in termini assoluti e in relazione alla liquidità del titolo);
- ▶ le motivazioni alla base dell'offerta (i.e., finanziare operazioni di M&A);
- ▶ le condizioni di mercato al momento dell'offerta;
- ▶ le aspettative degli investitori sull'andamento della Società nel futuro;
- ▶ le aspettative degli investitori circa il successo dell'operazione.

Applicando dunque il metodo delle quotazioni di Borsa – quale metodo che fa riferimento ai prezzi delle azioni espressi dal mercato nel contesto in oggetto – Equita ha innanzitutto svolto l'Analisi basandosi sulla performance e sulla liquidità delle azioni ordinarie di SABAF quotate sul segmento STAR del mercato Euronext Milan, prendendo in considerazione, oltre che il prezzo *spot* (Euro 15,52), i prezzi medi ponderati delle azioni ordinarie della Società relativi: (i) all'ultimo mese (Euro 14,46); (ii) agli ultimi due mesi (Euro 14,85) e (iii) agli ultimi tre mesi (Euro 15,45) antecedenti la data odierna.

Tenuto conto delle analisi svolte da Equita e delle caratteristiche dell'operazione sopra illustrate, il Consiglio di Amministrazione concorda che possa ritenersi corrispondente al valore di mercato ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile, qualsiasi prezzo che si attesti all'interno di un range tra Euro 14,46 ed Euro 15,52.

Il Consiglio di Amministrazione, dopo aver preso in esame l'Analisi svolta da Equita e tenuto conto delle modalità individuate per l'esecuzione dell'Aumento di Capitale, conviene sull'opportunità di prendere in considerazione nell'ambito del range di prezzo sopra indicato, un prezzo individuato sulla base delle recenti quotazioni delle azioni SABAF e precisamente la media dei prezzi ufficiali del mese di giugno 2023, pari a Euro 14,49, a cui ha ritenuto di aggiungere un premio al fine di contemperare gli effetti connessi al più recente andamento negativo del titolo; il tutto anche in considerazione del fatto che il riferimento alla "corrispondenza" di cui all'articolo 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile, non pare implicare la necessaria coincidenza tra il prezzo di emissione e il prezzo di Borsa in un determinato momento, essendo invece possibile che sussista un margine di scostamento in ragione delle peculiarità dell'operazione.

In questo contesto, il Consiglio di Amministrazione ritiene che sia coerente con il concetto di "valore di mercato" l'importo indicato nell'impegno irrevocabile presentato dall'Investitore, il quale si è dichiarato disponibile a sottoscrivere l'Aumento di Capitale ad un importo per azione pari alla media del valore di mercato del titolo nel mese di giugno (pari a Euro 14,49), oltre a un premio pari a Euro 0,52, e quindi ad un prezzo definitivo, comprensivo di valore nominale e sovrapprezzo, pari a Euro 15,01.

Infatti, il prezzo offerto dall'Investitore si attesta pienamente all'interno del range di prezzo individuato con l'assistenza di Equita e, alla luce di tutte le considerazioni sopra rappresentate, il Consiglio di Amministrazione conclude che tale prezzo corrisponde al "valore di mercato" delle azioni, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile.

A seguito dell'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale nei termini sopra indicati, il controvalore complessivo dell'Aumento di Capitale sarebbe dunque pari a Euro 17.311.708,45.

## 6. Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione non vengono indicate difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla scelta del criterio dagli stessi adottato, di cui al precedente paragrafo 5.

## 7. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- i) esaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione della Società, di approvazione e successive modifiche della Relazione degli Amministratori;
- ii) svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- iii) esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- iv) svolto un esame critico del criterio adottato dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni ricevute dal Consulente Finanziario, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne il contenuto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;

- v) considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, a determinare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale;
- vi) riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio;
- vii) effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni della Società nel periodo precedente alla Relazione degli Amministratori e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- viii) svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni della Società nei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli precedenti la data della Relazione degli Amministratori;
- ix) riscontrato la corretta applicazione del criterio prescelto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- x) raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società e lettura del resoconto intermedio di gestione di SABAF al 31 marzo 2023 non assoggettato a revisione contabile completa o limitata, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura del bilancio consolidato al 31 dicembre 2022, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

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

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

#### 8. Commenti sull'adeguatezza del metodo adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

Nel commentare la metodologia scelta dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, va preliminarmente rilevato che la formulazione dell'art. 2441, quarto comma, seconda parte, del Codice Civile richiama il "*valore di mercato*" senza fornire al riguardo ulteriori indicazioni, anche temporali, e porta quindi a ritenere ammissibili molteplici criteri, anche fra loro differenti, da stabilirsi anche in funzione delle caratteristiche delle singole operazioni di aumento di capitale.

Con riferimento alla scelta degli Amministratori di individuare un prezzo finale, la Relazione degli Amministratori indica le specifiche ragioni, tra cui la delega attribuita al Consiglio di Amministrazione dall'Assemblea degli Azionisti del 4 maggio 2020 di aumentare il capitale sociale a pagamento e tramite sottoscrizione in danaro, in una o più volte, anche in via scindibile, l'impegno irrevocabile presentato dall'Investitore e la Possibile Operazione, che rendono tale scelta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

Nelle circostanze, inoltre, gli Amministratori hanno confrontato il prezzo indicato nell'impegno irrevocabile presentato dall'Investitore, con l'Analisi svolta da Equita sulla performance e sulla liquidità delle azioni ordinarie di SABAF quotate sul segmento STAR del mercato Euronext Milan. Tale confronto con i corsi di borsa del titolo SABAF adottato dagli Amministratori appare coerente con la necessità di individuare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati.

In particolare, la scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema.

Con riguardo all'ampiezza temporale dei prezzi di Borsa da utilizzare come base per il calcolo delle medie considerate per la definizione del *range* e conseguentemente del prezzo di emissione, la scelta degli Amministratori di un periodo di tempo di 1 mese e di 3 mesi di borsa aperta risulta ricompreso tra quelli ritenuti accettabili dall'orientamento dottrinale dominante e, per società con caratteristiche analoghe a quelle di SABAF, può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore di mercato delle azioni, considerato anche il contesto attuale caratterizzato da un'alta volatilità e l'andamento specifico della performance e della liquidità del titolo SABAF.

Occorre inoltre rilevare che il riferimento al valore di mercato operato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, se sembra implicare di regola un riferimento ai prezzi di borsa, non esclude tuttavia l'applicabilità di un qualche correttivo agli stessi. Al riguardo, la dottrina esistente, supportata dall'esperienza riscontrabile sui mercati europei, è infatti incline a ritenere che la "corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni al valore di mercato" non debba intendersi come esatta ed assoluta coincidenza fra tali grandezze. È infatti riconosciuto che il prezzo di emissione possa presentare qualche scostamento rispetto al valore puntuale di mercato: ad esempio, in conseguenza dell'applicazione di uno sconto o di un premio rispetto al prezzo di mercato corrente, anche in considerazione dei termini dell'operazione, quando essa sia indirizzata ad una particolare tipologia di investitori, quali ad esempio gli investitori istituzionali nel caso di uno sconto o investitori specifici nel caso di un premio.

Le procedure descritte nella presente relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un parere sul metodo di valutazione adottato dagli Amministratori di SABAF per determinare il prezzo di emissione delle azioni e pertanto non hanno alcuna validità per finalità diverse, e non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità economica dell'operazione di Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione, né tanto meno sulle motivazioni di tipo industriale, finanziario e gestionale dell'Aumento di Capitale e della Possibile Operazione espresse nella Relazione degli Amministratori di SABAF.

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

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia delle delibere consiliari relative all'operazione, non abbiamo effettuato analisi o valutazioni di natura legale circa la congruità, le modalità di effettuazione e le tempistiche di svolgimento dell'operazione di Aumento di Capitale.

Come in precedenza evidenziato, la Relazione degli Amministratori ai fini dell'esercizio della delega da parte del Consiglio di Amministrazione per l'Aumento di Capitale indica il criterio utilizzato per la determinazione del prezzo di emissione delle suddette azioni. Pertanto, la presente relazione ha ad oggetto l'adeguatezza del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento, nonché la sua corretta applicazione.

Riteniamo opportuno inoltre evidenziare che il metodo dei prezzi di Borsa risulta particolarmente indicato in presenza di società con volumi scambiati elevati e in cui i titoli oggetto di valutazione presentano un *turnover ratio* superiore al valore medio del mercato. Segnaliamo però che il titolo in esame presenta una volatilità superiore al valore medio di mercato, dei volumi scambiati non particolarmente elevati, un *turnover ratio* significativamente inferiore rispetto al valore medio di mercato; conseguentemente, il prezzo di tale titolo potrebbe non rifletterne pienamente il valore intrinseco, specie in presenza di una volatilità del titolo e dei mercati determinata anche da eventi esterni alla società valutata, o in presenza di circostanze anomale, quali il contesto di mercato che negli ultimi periodi è stato caratterizzato da livelli di incertezza e da fenomeni di turbolenza, che potrebbero limitare la capacità dei prezzi di mercato di riflettere valutazioni intrinseche. L'applicazione di tale metodo può, quindi, risultare meno significativa nel caso di circostanze anomale o di pressioni speculative.

Al fine di limitare i potenziali effetti distorsivi sul prezzo di emissione delle azioni causato dall'andamento negativo registrato dal titolo e dalla relativa volatilità, gli Amministratori hanno utilizzato un periodo di tempo di 1 mese di borsa aperta quale ampiezza temporale dei prezzi di Borsa da utilizzare come base per il calcolo delle medie considerate per la definizione del *range* e conseguentemente del prezzo di emissione; tale intervallo scelto dagli Amministratori risulta ricompreso tra quelli ritenuti accettabili dall'orientamento dottrinale dominante.

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

## 10. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che le modalità di applicazione del criterio individuato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, siano adeguate, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrarie, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale.

Brescia, 14 luglio 2023

EY S.p.A.



Marco Mafiguti  
(Revisore Legale)