



## Garofalo Health Care S.p.A.

### **DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO A UN'OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA CON UNA PARTE CORRELATA**

redatto ai sensi dell'articolo 5 e in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del regolamento approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, nonché ai sensi dell'articolo 4 della *"Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate"* adottata da Garofalo Health Care S.p.A.

Documento informativo messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Garofalo Health Care S.p.A. in Roma (RM), Piazzale Delle Belle Arti, 6 – 00196, sul sito internet di Garofalo Health Care S.p.A. ([www.garofalohealthcare.com](http://www.garofalohealthcare.com)), nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato *"eMarket storage"*, all'indirizzo [www.emarketstorage.com](http://www.emarketstorage.com).

3 agosto 2023

## INDICE

<b>1.</b>	<b>AVVERTENZE.....</b>	<b>8</b>
1.1	<b>Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall’Operazione .....</b>	<b>8</b>
<b>2.</b>	<b>INFORMAZIONI RELATIVE ALL’OPERAZIONE.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1</b>	<b>Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell’Operazione .....</b>	<b>9</b>
2.1.1	<i>Il conferimento dell’Azienda Aurelia Hospital e delle Partecipazioni Sociali .....</i>	<i>10</i>
2.1.2	<i>Il Corrispettivo.....</i>	<i>10</i>
2.1.3	<i>Condizioni sospensive al perfezionamento dell’Operazione .....</i>	<i>11</i>
2.1.4	<i>Condizione risolutiva.....</i>	<i>11</i>
2.1.5	<i>Periodo interinale.....</i>	<i>12</i>
2.1.6	<i>Dichiarazioni e garanzie rese da Aurelia 80.....</i>	<i>12</i>
2.1.7	<i>Impegni di GHC .....</i>	<i>12</i>
2.1.8	<i>Patto di Manleva.....</i>	<i>13</i>
2.1.9	<i>I Prestiti Obbligazionari.....</i>	<i>13</i>
<b>2.2</b>	<b>Parti Correlate con cui l’Operazione è stata posta in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell’operazione.....</b>	<b>15</b>
<b>2.3</b>	<b>Motivazioni economiche e convenienza per GHC dell’Operazione .....</b>	<b>16</b>
<b>2.4</b>	<b>Modalità di determinazione del Corrispettivo dell’Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.....</b>	<b>17</b>
2.4.1	<i>Criteri per la determinazione del Corrispettivo .....</i>	<i>18</i>
2.4.2	<i>Data di riferimento e documentazione utilizzata .....</i>	<i>18</i>
2.4.3	<i>Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione .....</i>	<i>18</i>
<b>2.5</b>	<b>Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Operazione.....</b>	<b>19</b>
<b>2.6</b>	<b>Variazione dell’ammontare dei compensi dei componenti dell’organo di amministrazione della Società e/o di società del gruppo in conseguenza dell’Operazione.....</b>	<b>20</b>
<b>2.7</b>	<b>Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell’Operazione quali Parti Correlate .....</b>	<b>20</b>
<b>2.8</b>	<b>Approvazione dell’Operazione.....</b>	<b>21</b>
2.8.1	<i>Attività del Comitato OPC .....</i>	<i>21</i>
2.8.2	<i>Approvazione dell’Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione .....</i>	<i>23</i>

<b>2.9 Rilevanza dell’Operazione derivante dal cumulo di cui all’articolo 5, comma 2, del Regolamento OPC .....</b>	<b>23</b>
<b>ALLEGATI.....</b>	<b>23</b>
1. Schema del Gruppo Aurelia 80 .....	23
2. Parere favorevole del Comitato OPC.....	23
3. <i>Fairness opinion</i> del Prof. Tiscini in qualità di esperto indipendente nominato dal Consiglio di Amministrazione di GHC, previa indicazione e valutazione da parte del Comitato OPC.	23

## DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini utilizzati all'interno del presente documento e delle relative definizioni. Tali termini e definizioni, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. Gli ulteriori termini utilizzati nel presente documento hanno il significato loro attribuito e indicato nel testo.

<b>Aurelia 80 o A80</b>	Aurelia 80 S.p.A. società di diritto italiano in liquidazione, avente sede legale in Roma (RM), Via Aurelia, 860 – 00165, codice fiscale, P. IVA e numero di registrazione presso il Registro delle Imprese di Roma 012339831009, è una <i>holding</i> operativa a capo del Gruppo Aurelia, <i>infra</i> definito, attivo principalmente nel settore ospedaliero privato e accreditato.
<b>Azienda Aurelia Hospital o Azienda</b>	L'azienda "Aurelia Hospital", corrente in Roma, via Aurelia n. 860, esercente attività di struttura sanitaria privata (casa di cura) per lo svolgimento di prestazioni medicochirurgiche e riabilitative, autorizzata ed accreditata presso il Sistema Sanitario Regionale della Regione Lazio, di titolarità di Aurelia 80, meglio descritta nel presente Documento informativo.
<b>Codice civile o cod. civ.</b>	Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato e integrato.
<b>Codicedi Corporate Governance</b>	Il Codice di Corporate Governance delle società quotate, adottato dal Comitato per la Corporate Governance nel gennaio 2020 e promosso da Borsa Italiana, ABI, Ania, Assogestioni, Assonime e Confindustria disponibile sul sito internet <a href="http://www.borsaitaliana.it">www.borsaitaliana.it</a> , nella sezione "Borsa Italiana – Regolamento – Corporate Governance", cui la Società aderisce.
<b>Comitato OPC</b>	Il Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità (con competenze anche in materia di operazioni con parti correlate) di GHC, composto da soli amministratori non esecutivi, non correlati e indipendenti, competente in materia di operazioni con parti correlate ai sensi della Procedura Interna OPC.

<b>Conferimento</b>	Il conferimento dell’Azienda Aurelia Hospital e delle Partecipazioni Sociali nel capitale sociale di NewCo, che Aurelia 80 effettuerà ai sensi del Contratto Preliminare nel periodo intercorrente tra la data di sottoscrizione del Contratto Preliminare e la Data di Esecuzione.
<b>Consob</b>	La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa con sede in Roma, Via G.B. Martini 3.
<b>Contratto Preliminare</b>	Il contratto preliminare di compravendita delle Quote NewCo, sottoscritto tra GHC e Aurelia 80 in data 31 luglio 2023, che disciplina i termini e le condizioni dell’Operazione.
<b>Corrispettivo</b>	L’ammontare dovuto da GHC per l’acquisto del 100% delle Quote NewCo, determinato nell’importo fisso e imm modificabile di Euro 47.000.000,00 (quarantasette milioni/00).
<b>Contratto Definitivo</b>	Il contratto definitivo notarile di compravendita da sottoscrivere tra GHC e Aurelia 80, avente ad oggetto le Quote NewCo.
<b>Data del Documento Informativo</b>	La data di pubblicazione del Documento Informativo ( <i>i.e.</i> il 3 agosto 2023).
<b>Data di Esecuzione</b>	La data di esecuzione del Contratto Preliminare, in cui dovrà essere stipulato il Contratto Definitivo e dovranno essere compiute le attività per dare esecuzione al Contratto Preliminare stesso e per perfezionare, quindi, l’Operazione.
<b>Documento Informativo</b>	Il presente documento informativo, redatto ai sensi dell’articolo 5 e in conformità allo schema di cui all’Allegato 4 del Regolamento OPC.

**Esperto Indipendente**

Il Prof. Riccardo Tiscini, individuato dal Comitato OPC in data 15 giugno 2023 e quindi nominato dal Consiglio di Amministrazione di GHC in data 19 giugno 2023 in qualità di esperto indipendente, al fine di assistere il Comitato OPC e la stessa GHC nello svolgimento dei compiti ad essi spettanti ai sensi della Procedura Interna OPC della Società e in conformità con quanto indicato al riguardo dalla Comunicazione CONSOB n. DEM/10078683 del 24.09.2010.

**Liquidatore**

Il dott. Paolo Carbone, come nominato dal Tribunale di Roma in data 12 luglio 2022.

**Lotto 1**

Il lotto così denominato dal Liquidatore, costituente uno dei due lotti di vendita nei quali il Liquidatore medesimo ha suddiviso gli attivi di Aurelia 80 nel contesto della procedura di liquidazione di quest'ultima, che più precisamente si compone dei seguenti attivi:

- l'Azienda Aurelia Hospital; e
- le Partecipazioni Sociali.

**NewCo**

La società a responsabilità limitata che verrà costituita da Aurelia 80 nel periodo intercorrente tra la data di sottoscrizione del Contratto Preliminare e la Data di Esecuzione, e nella quale verranno conferite l'Azienda Aurelia Hospital e le Partecipazioni Sociali in virtù del Conferimento.

**Offerta**

L'offerta vincolante, incondizionata e irrevocabile presentata da GHC al Liquidatore in data 27 luglio 2023, e accettata dal medesimo in pari data, avente ad oggetto l'acquisizione del Lotto 1 di titolarità di Aurelia 80.

**Operazione**

L'acquisto da parte di GHC del Lotto 1 nel contesto del processo di liquidazione degli attivi di Aurelia 80, ai termini e alle condizioni di cui al Contratto Preliminare.

## Partecipazioni Sociali

Le seguenti partecipazioni sociali detenute da Aurelia 80:

- n. 5.825.785 azioni rappresentative del 89,99% del capitale sociale della società European Hospital S.p.A., con sede legale in Roma, via Portuense n. 700, capitale sociale Euro 3.366.480,00 i.v., partita IVA 01774941007, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma 07428640580 (“**EH**”), titolare dell’azienda ospedaliera denominata “European Hospital”, esercente attività di clinica polispecialistica accreditata;
- n. 1.483.290 azioni rappresentative del 49,44% del capitale sociale della società Samadi S.p.A., con sede legale in Roma, vicolo di Grottarossa (km 2.200), capitale sociale Euro 1.560.000,00 i.v., partita IVA 00905281002, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma 00483250585 (“**Samadi**”), titolare della struttura residenziale psichiatrica “Samadi”, autorizzata e accreditata con il SSN;
- n. 190 azioni rappresentative del 95% del capitale sociale della società AXA Residence S.p.A., con sede legale in Anzio (RM), via Tripoli n. 23/D, capitale sociale Euro 200.000,00 i.v., partita IVA 01301481006, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma 04775680582 (“**AXA**”);
- quote rappresentative dello 0,50% del capitale sociale della società Casa di Cura S. Antonio da Padova S.r.l., con sede legale in Roma, via Mecenate n. 14, capitale sociale Euro 91.800,00 i.v., partita IVA 00994051001, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma 01415130580, titolare della struttura sanitaria “Casa di Cura S. Antonio da Padova” che eroga servizi di cure palliative a pazienti in avanzato stato di malattia.

<b>Parti Correlate</b>	I soggetti definiti come tali dai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002 e vigenti alla Data del Documento Informativo, così come richiamati dall'Allegato 3 alla Procedura Interna OPC.
<b>Patto di Manleva</b>	Il patto parte del Contratto Preliminare con il quale GHC, quale parte acquirente, si è impegnata a manlevare e tenere indenni per quanto attiene all'Azienda Aurelia Hospital la parte venditrice e i suoi aventi causa inclusi i Soci A80 e i loro rispettivi aventi causa, come meglio descritto nel Documento Informativo.
<b>Prestiti Obbligazionari</b>	Tutti i prestiti obbligazionari emessi dalle Società Emittenti, come meglio descritti nel presente Documento Informativo.
<b>Procedura Interna OPC</b>	La Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di Garofalo Health Care S.p.A. in data 27 novembre 2018, ai sensi dell'articolo 2391-bis del Codice Civile e del Regolamento CONSOB recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, come da ultimo modificata in data 22 giugno 2021 (con efficacia a partire dal 1° luglio 2021).
<b>Quote NewCo</b>	Le quote della Newco rappresentative dell'intero capitale sociale oggetto del Contratto Preliminare.
<b>Regolamento Emittenti</b>	Il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
<b>Regolamento OPC</b>	Il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato.
<b>Soci A80</b>	Tutti i soci di Aurelia 80, inclusi il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e il Prof. Mariano Garofalo, i quali tutti sono beneficiari del Patto di Manleva.

<b>Società o GHC</b>	Garofalo Health Care S.p.A., società di diritto italiano con azioni quotate sull'Euronext Star Milan, avente sede legale in Roma (RM), Piazzale Delle Belle Arti, 6 – 00196, codice fiscale e numero di registrazione presso il Registro delle Imprese di Roma 06103021009, P.IVA 03831150366.
<b>Società Emittenti</b>	Le società che hanno emesso i Prestiti Obbligazionari, e precisamente: European Hospital S.p.A., Samadi S.p.A., AXA Residence S.p.A. e Gestiport '86 S.p.A.
<b>Società Indirettamente Partecipate</b>	Società diverse dalle Società Partecipate, nelle quali Aurelia 80 detiene indirettamente partecipazioni sociali per il tramite delle Società Partecipate, come indicate nello schema del “Gruppo Aurelia 80” allegato al presente Documento Informativo <i>sub</i> Allegato 1.
<b>Società Partecipate</b>	European Hospital S.p.A., Samadi S.p.A., Casa di Cura S. Antonio da Padova S.r.l. e AXA Residence S.p.A.
<b>Soglia del Controvalore dell'Operazione</b>	Indica la soglia di maggiore rilevanza relativa al controvalore dell'Operazione pari a circa Euro 16.822.300 di cui al paragrafo 2.5.2.
<b>TUF</b>	Il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato.

## PREMESSA

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da GHC ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento OPC e in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del medesimo, nonché ai sensi dell'articolo 7.3(a) della Procedura Interna OPC, con riferimento all'accettazione da parte del Liquidatore dell'Offerta avente ad oggetto l'acquisizione da parte di GHC del Lotto 1, costituito dall'Azienda Aurelia Hospital e dalle Partecipazioni Sociali, previo conferimento delle stesse in NewCo.

L'Operazione si inserisce nell'ambito della procedura di dismissione degli attivi di Aurelia 80 formalmente indetta e organizzata dal Liquidatore a partire dal mese di maggio 2023. Il Tribunale di Roma, con ordinanza del 12 luglio 2022, *"al fine di far fronte alla contingenza di stasi imprenditoriale, foriera della determinazione di pregiudizi di natura patrimoniale"*, ha nominato il Liquidatore di Aurelia 80 dopo che: (i) con deliberazione del 6 aprile 2022 il consiglio di amministrazione di Aurelia 80, dopo aver convocato cinque assemblee per la nomina degli organi societari scaduti il 25 giugno 2021 senza che i soci fossero riusciti a nominarli, ha accertato lo scioglimento della società per impossibilità di funzionamento ex art. 2484 comma 1° n° 3 cod. civ. ed ha contestualmente iscritto presso il competente ufficio del registro delle imprese la dichiarazione di accertamento della causa di scioglimento; e (ii) l'assemblea dei soci di Aurelia 80 del 6 aprile 2022, ritualmente convocata in seduta straordinaria per la nomina dell'organo di liquidazione e per l'assunzione delle deliberazioni di cui all'art. 2487 cod. civ., non ha provveduto alla nomina del liquidatore o dei liquidatori a causa del mancato raggiungimento del quorum deliberativo.

A seguito della presentazione dell'Offerta da parte della Società, in data 27 luglio 2023 il Liquidatore ha comunicato l'aggiudicazione definitiva del Lotto 1 a favore di GHC e ne ha formalmente accettato l'Offerta. In data 31 luglio 2023, Aurelia 80 in persona del Liquidatore e GHC hanno sottoscritto il Contratto Preliminare.

L'Operazione si configura quale operazione con una Parte Correlata ai sensi dell'articolo 3 del Regolamento OPC e degli articoli 3 e 7.2 della Procedura Interna OPC, come di seguito illustrato nella sezione 1, paragrafo 1.1 del presente Documento Informativo.

Alla Data di Esecuzione con l'acquisto delle Quote NewCo, GHC acquisirà il controllo, diretto o indiretto, delle Società Emittenti i Prestiti Obbligazionari. Alla data del presente Documento Informativo, il Prof. Mariano Garofalo e il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo sono portatori di una parte dei titoli rappresentativi dei Prestiti Obbligazionari e quindi titolari del relativo diritto di credito nei confronti di ciascuna delle Società Emittenti. Per maggiori informazioni sui Prestiti Obbligazionari, si rinvia alla sezione 2, paragrafo 2.1, del presente Documento Informativo.

Il Contratto Preliminare disciplina tutti i termini e condizioni dell'Operazione. Tra l'altro, con il Contratto Preliminare GHC si è impegnata a manlevare e tenere indenne anche i

Soci A80, tra cui figurano sia il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo che il Prof. Mariano Garofalo, i quali al tempo stesso risultano, *inter alia*, azionisti, direttamente e/o indirettamente, della stessa GHC. Per maggiori informazioni circa il Contratto Preliminare e il Patto di Manleva, si rinvia alla Sezione 2, paragrafo 2.1, del Documento Informativo.

L'Operazione si configura, inoltre, quale operazione di "maggiore rilevanza" con una Parte Correlata ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Regolamento OPC e degli articoli 3 e 7.3(a) della Procedura Interna OPC, in quanto l'indice di rilevanza relativo al controvalore dell'Operazione ai sensi di quanto disposto dall'Allegato 3 al Regolamento OPC e dall'Articolo 3 della Procedura Interna OPC risulta superiore al 5% (cinque per cento). Per maggiori informazioni al riguardo, si rinvia al Paragrafo 2.5.2 del Documento Informativo.

L'Operazione è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 13 luglio 2023, previo motivato parere favorevole espresso dal Comitato OPC in pari data, e ha autorizzato il compimento di tutti gli atti e attività necessari al suo perfezionamento, inclusa la stipulazione del Contratto Preliminare.

L'Operazione si configura come significativa ai sensi dell'art. 71 e dell'Allegato 3B del Regolamento Emittenti. Al riguardo si fa presente che con l'ammissione alla quotazione la Società ha comunicato di aderire al regime *opt-out* previsto dagli artt. 70, comma 8, e 71, comma 1-bis, del Regolamento Emittenti, avvalendosi pertanto della facoltà di derogare agli obblighi di pubblicazione dei documenti informativi prescritti in occasione di operazioni significative, tra le quali rientrano quelle di acquisizione come l'Operazione. Conseguentemente la Società è esonerata dall'obbligo di presentazione di dati pro-forma, che pertanto non sono esposti nel presente Documento Informativo.

Il Documento Informativo viene messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale di GHC, in Roma (RM), Piazzale Delle Belle Arti, 6 – 00196, sul sito internet della Società ([www.garofalohealthcare.com](http://www.garofalohealthcare.com)), nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "eMarket storage", all'indirizzo [www.emarketstorage.com](http://www.emarketstorage.com) e contestualmente messo a disposizione di Consob.

## **1. AVVERTENZE**

### **1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione**

L'Operazione descritta nel presente Documento Informativo, come meglio illustrata nella Sezione 2, Paragrafo 2.2., costituisce un'operazione tra Parti Correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura Interna OPC.

L'Operazione si configura come un'operazione di "maggiore rilevanza" con una Parte Correlata ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Regolamento OPC e degli articoli 3 e 7.3(a) della Procedura Interna OPC, in quanto l'indice del controvalore dell'Operazione

risulta superiore al 5% (cinque per cento).

A giudizio di GHC non si ravvisano particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti a operazioni con Parti Correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni di analoga natura.

Conseguentemente, GHC ha attivato i presidi e le misure previsti dall'articolo 8 del Regolamento OPC e degli articoli 4.1(d) e 7.3(a) della Procedura Interna OPC relativamente alle operazioni di "maggiore rilevanza".

In particolare, come meglio descritto al successivo Paragrafo 2.8: (i) il Comitato OPC, composto da soli amministratori non esecutivi tutti indipendenti ai sensi del TUF e del Codice di Corporate Governance, è stato prontamente informato dell'Operazione ed è stato coinvolto anche nella fase istruttoria dell'Operazione attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo; (ii) il Comitato OPC ha richiesto e ricevuto informazioni dai soggetti incaricati della gestione del procedimento di vendita relativo all'Operazione; (iii) il Comitato OPC ha individuato l'Esperto Indipendente e ne ha verificato i requisiti di indipendenza; l'Esperto Indipendente è stato incaricato dalla Società di supportare le valutazioni del Comitato OPC mediante il rilascio di un parere a supporto del processo deliberativo relativo all'Operazione in conformità al Regolamento OPC; (iv) il Comitato OPC ha conferito incarico allo Studio Legale Tombari D'Angelo e Associati nella persona del Prof. Avv. Umberto Tombari, quale consulente legale, di prestare consulenza e supporto tecnico-giuridico ad esso stesso Comitato; (v) tenuto conto della *fairness opinion* dell'Esperto Indipendente, in data 12 luglio 2023 il Comitato OPC ha rilasciato il proprio motivato parere favorevole circa l'interesse di GHC a procedere con l'Operazione e quindi a presentare l'Offerta al Liquidatore, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni; (vi) il Consiglio di Amministrazione della Società, nella seduta del 13 luglio 2023, ha approvato l'Operazione, sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del motivato parere favorevole unanime del Comitato, rilevando l'interesse al compimento dell'Operazione medesima, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il parere del Comitato OPC e la *fairness opinion* rilasciata dall'Esperto Indipendente sono allegati al presente Documento Informativo *sub* Allegato 2.

## **2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE**

### **2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione**

L'Operazione ha ad oggetto, subordinatamente all'avveramento di talune condizioni sospensive e al mancato avveramento di una condizione risolutiva (vedi *infra* i paragrafi 2.1.3 e 2.1.4), l'acquisizione da parte di GHC, alla Data di Esecuzione: (i) dell'Azienda Aurelia Hospital; e (ii) delle Partecipazioni Sociali di titolarità di Aurelia 80. Il tutto ai termini e alle condizioni del Contratto Preliminare. L'Azienda Aurelia Hospital e le

Partecipazioni Sociali saranno preventivamente conferite da Aurelia 80 in NewCo. Quindi, Aurelia 80 venderà le Quote NewCo a GHC.

All'esito dell'acquisizione GHC acquisirà anche il controllo indiretto delle Società Indirettamente Partecipate. Si veda a questo riguardo lo schema allegato al presente Documento Informativo *sub* Allegato 1.

GHC si è riservato il diritto di nominare GHC Project 11 S.r.l., società veicolo controllata al 100%, quale acquirente ai sensi e per gli effetti degli artt. 1401 e ss. del Codice civile, costituendosi solidalmente responsabile per tutte le obbligazioni che detta società veicolo dovesse assumere nei confronti di Aurelia 80, quale parte venditrice.

#### 2.1.1 Il conferimento dell'Azienda Aurelia Hospital e delle Partecipazioni Sociali

Ai sensi del Contratto Preliminare è previsto che, al fine di realizzare la cessione dell'Azienda Aurelia Hospital e delle Partecipazioni Sociali, Aurelia 80 conferisca l'Azienda e le Partecipazioni Sociali in NewCo, conferimento che terrà conto dei valori contabili in continuità con i valori storici di Aurelia 80, il tutto previa determinazione del valore degli attivi oggetto di conferimento sulla base di una relazione giurata di stima ex art. 2465 Codice Civile.

Il Conferimento non includerà (i) tutte le passività afferenti ai prestiti obbligazionari emessi esclusivamente da Aurelia 80 (siano esse per importi in conto capitale o a titolo di interessi), nonché (ii) l'asset immobiliare rappresentato dal cd. "Castello di Nerola" e gli altri immobili situati a Nerola (RM) di proprietà di Aurelia 80, come identificati in allegato al Contratto Preliminare.

La realizzazione del Conferimento nella NewCo costituisce una delle condizioni sospensive al perfezionamento dell'Operazione e quindi, tra l'altro, dell'acquisizione delle Quote NewCo da parte di GHC. Si veda al riguardo il successivo paragrafo 2.1.3.

In caso di mancato avveramento della condizione sospensiva legata al perfezionamento del Conferimento entro il termine contrattualmente previsto, il Contratto Preliminare prevede l'impegno delle parti a concordare, entro e non oltre 15 (quindici) giorni lavorativi dalla scadenza del suddetto termine, modalità tecniche e pattuizioni per il trasferimento dell'Azienda e, se del caso, delle Partecipazioni Sociali a favore di GHC quanto più possibile equivalenti a quelle di cui al Contratto Preliminare, al fine di realizzare il medesimo effetto sostanziale e comunque restando ferme le condizioni economiche previste nel suddetto contratto con riferimento all'Azienda.

#### 2.1.2 Il Corrispettivo

Ai sensi del Contratto Preliminare il Corrispettivo dovuto da GHC per l'acquisto delle Quote NewCo è stato determinato nell'importo fisso e imm modificabile, non soggetto a

rettifica o aggiustamento alcuno, di Euro 47.000.000,00 (quarantasette milioni/00). Il prezzo complessivo sarà corrisposto in denaro da GHC alla Data di Esecuzione, contestualmente alla stipula del Contratto Definitivo.

### 2.1.3 Condizioni sospensive al perfezionamento dell'Operazione

L'esecuzione dell'Operazione è subordinata all'avveramento (ovvero alla rinuncia, ai termini e condizioni di cui al Contratto Preliminare) delle seguenti condizioni sospensive:

- (a) il compiuto esperimento delle procedure di informazione e consultazione sindacale in relazione al Conferimento, ai sensi dell'art. 47 della Legge 29 dicembre 1990, n. 428, come successivamente modificata e integrata, nonché ai sensi e per gli effetti dell'art. 2112 Codice Civile;
- (b) l'intervenuta rinuncia ai, o comunque il mancato esercizio dei, diritti di prelazione statutaria da parte dei soci delle Partecipate diversi da Aurelia 80;
- (c) il rilascio del provvedimento regionale di voltura dei titoli autorizzativi necessari all'esercizio dell'attività sanitaria in capo alla NewCo (anche ai sensi e per gli effetti di cui alla L.Reg. Lazio n. 4/2003 e degli artt. 14 e 28 del Regolamento Reg. Lazio n. 20/2019, e successive loro modifiche e integrazioni);
- (d) ove richiesto dalla normativa applicabile, l'invio delle notifiche eventualmente necessarie per l'ottenimento dell'approvazione, non proibizione o esenzione dell'operazione di trasferimento, da intendersi come unitaria e inscindibile, dell'Azienda e delle Partecipazioni Sociali da parte delle competenti Autorità Antitrust;
- (e) ove richiesto dalla normativa applicabile, l'ottenimento dell'approvazione, non proibizione o esenzione dell'operazione di trasferimento, da intendersi come unitaria e inscindibile, dell'Azienda e delle Partecipazioni Sociali ai sensi della normativa sul c.d. "golden power";
- (f) il perfezionamento del Conferimento nella NewCo, con atto pienamente efficace e previo ottenimento di tutti i permessi, le licenze e le autorizzazioni richieste dalla normativa vigente (anche regolamentare) al fine di consentire il subentro della NewCo nella titolarità dell'Azienda Aurelia Hospital, ivi compresi l'autorizzazione all'esercizio, l'accreditamento istituzionale e i connessi accordi contrattuali in modo da garantire all'Azienda piena continuità operativa.

### 2.1.4 Condizione risolutiva

L'efficacia del Contratto Preliminare è risolutivamente condizionata al verificarsi, tra la data di sottoscrizione e la Data di Esecuzione, della revoca dello stato di liquidazione di Aurelia 80, per qualsiasi motivo.

Pertanto, qualora la condizione risolutiva si verifichi entro la Data di Esecuzione, il Contratto Preliminare prevede espressamente che Aurelia 80 dovrà far sì che venga tempestivamente restituita a GHC la cauzione depositata contestualmente alla presentazione dell'Offerta e pertanto le parti saranno liberate da ogni obbligo derivante dal contratto medesimo, con l'eccezione: (i) di eventuali diritti od obblighi che derivino da inadempimenti già verificatisi; e (ii) degli impegni di riservatezza ivi previsti.

#### 2.1.5 Periodo interinale

Durante il periodo di tempo che intercorre tra la data di sottoscrizione del Contratto Preliminare e la Data di Esecuzione (inclusa), è previsto che Aurelia 80 si impegni:

- (i) a seguito del Conferimento anche per conto della NewCo ai sensi dell'art. 1381 Codice Civile, a far sì che l'Azienda Aurelia Hospital sia condotta con la diligenza e prudenza richiesta in relazione all'attività con la stessa esercitata, nei limiti della gestione ordinaria;
- (ii) per quanto di propria competenza in qualità di socio, a che non siano compiuti atti o prestati consensi che comportino che le Società Partecipate siano gestite ed operino al di fuori della gestione ordinaria, o che siano posti in essere atti suscettibili di dar luogo a violazioni rilevanti delle dichiarazioni e garanzie prestate da Aurelia 80;
- (iii) a seguito del Conferimento nella NewCo, a informare GHC in merito ad eventi e/o circostanze che possano riflettersi negativamente e in misura significativa sulla consistenza complessiva dell'Azienda Aurelia Hospital e delle Società Partecipate.

#### 2.1.6 Dichiarazioni e garanzie rese da Aurelia 80

Ai sensi del Contratto Preliminare, Aurelia 80 ha rilasciato in favore di GHC le tipiche dichiarazioni e garanzie relative al venditore nonché, con riferimento all'Azienda Aurelia Hospital e alle Partecipazioni Sociali, ha dichiarato che le stesse sono di piena ed esclusiva proprietà di Aurelia 80 (alla data di sottoscrizione del Contratto Preliminare) e della NewCo (alla Data di Esecuzione), nella libera disponibilità di quest'ultima, libere da gravami e non oggetto di azioni di terzi né promessi in vendita o affitto a terzi.

Si fa presente che Aurelia 80 non rilascia alcuna ulteriore dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito all'Azienda e/o al patrimonio delle Società Partecipate direttamente e/o indirettamente.

#### 2.1.7 Impegni di GHC

Il Contratto Preliminare prevede ai sensi dell'articolo 12.1 l'impegno da parte di GHC nei confronti di Aurelia 80, anche alla luce dei contenuti della nota trasmessa dalla Regione Lazio – Direzione Regionale Salute e Integrazione Sociosanitaria in data 22 giugno 2023, al fine di garantire la continuità delle prestazioni sanitarie di alta

complessità all'interno del territorio regionale secondo le programmazioni già in corso: (i) a dare piena esecuzione al piano di riassetto organizzativo che coinvolge l'Azienda e l'azienda denominata "European Hospital" esercitata da EH; e comunque (ii) a non cedere a terzi separatamente l'Azienda (e/o la NewCo) e le Partecipazioni Sociali detenute in EH almeno fino al perfezionamento del suddetto piano.

#### 2.1.8 Patto di Manleva

Ai sensi dell'articolo 12.2 del Contratto Preliminare è espressamente previsto il Patto di Manleva, di cui si riporta integralmente il relativo testo: "Per quanto attiene all'Azienda, l'Acquirente si impegna a manlevare e tenere indenni – a semplice richiesta – il Venditore e i suoi aventi causa/successori a titolo particolare (ivi inclusi i soci di Aurelia 80 e i rispettivi aventi causa) rispetto: (i) ad ogni pretesa avanzata da terzi in relazione a passività, danni, sopravvenienze passive, insussistenze di attivo e/o minusvalenze, sanzioni, confische, oneri, costi e/o spese (ivi incluse le spese legali) che – ancorché riferite o riferibili al periodo precedente la Data di Esecuzione – non siano specificamente riportate e/o rappresentate nel Bilancio di Conferimento; nonché (ii) rispetto ad ogni pretesa che terzi creditori della NewCo dovessero avanzare in ordine a tutte le passività e i debiti rispetto a cui sussista la responsabilità solidale del Venditore ai sensi dell'art. 2560 Codice Civile".

Si segnala che beneficiari del Patto di Manleva sono anche i Soci A80, tra cui figurano sia Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, sia il Prof. Mariano Garofalo, i quali al tempo stesso risultano, inter alia, azionisti, direttamente e/o indirettamente, di GHC.

#### 2.1.9 I Prestiti Obbligazionari

Alla data del presente Documento Informativo le Società Emittenti hanno emesso i seguenti Prestiti Obbligazionari:<sup>1</sup>

- (i) EH: prestito obbligazionario deliberato il 28 settembre 1995, successivamente rinnovato e con scadenza fissata al 22 febbraio 2026; importo Euro 3.331.147; tasso di interesse IRS a 15 anni maggiorato del 5%;
- (ii) Samadi: prestito obbligazionario deliberato il 30 maggio 1996, successivamente rinnovato e con scadenza prevista per il 12 luglio 2031; Importo Euro 4.389.883,64; tasso di interesse fisso 1,71%; garantito da ipoteca sul complesso immobiliare sito in via Grottarossa Km 2.200 in Roma di proprietà della stessa Samadi;
- (iii) AXA: prestito obbligazionario deliberato il 30 dicembre 1987, successivamente prorogato e poi scaduto il 13 gennaio 2023; importo Euro 1.549.370,70; tasso di interesse fisso 1%;

<sup>1</sup> Gli importi menzionati in questo elenco corrispondono alla sorte capitale dovuta alla data del presente Documento Informativo; i tassi di interesse riportati sono quelli applicabili alla data del presente Documento Informativo.

- (iv) AXA: prestito obbligazionario deliberato il 30 dicembre 1987, successivamente prorogato e poi scaduto il 13 gennaio 2023; importo Euro 1.549.370,70; tasso di interesse fisso 1%;
- (v) Gestiport: prestito obbligazionario deliberato il 28 settembre 1995, successivamente prorogato fino al 22 febbraio 2026; importo Euro 3.408.615,54; tasso di interesse IRS a 15 anni maggiorato del 4%; garantito da ipoteca sul complesso immobiliare sito in Via Portuense 694, in Roma, di proprietà della stessa Gestiport che lo ha concesso in locazione ad EH;
- (vi) Gestiport: prestito obbligazionario deliberato il 30 maggio 1996, successivamente prorogato fino al 12 luglio 2031; importo Euro 4.617.124,68; tasso di interesse fisso 1,71%.

L'ammontare complessivo emesso a valere sui suddetti Prestiti Obbligazionari è pari a circa euro 18,8 milioni. Le obbligazioni emesse sono di titolarità dei Soci A80, inclusi il Prof. Mariano Garofalo e il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo. Questi ultimi, in particolare, sono titolari, per il tramite di una società fiduciaria, di quota parte dei titoli obbligazionari a valere sui Prestiti Obbligazionari per un ammontare corrispondente a circa il 45% dell'importo emesso. Alla Data di Esecuzione GHC acquisterà il controllo, diretto o indiretto, delle Società Emittenti e il Prof. Mariano Garofalo e il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, da una parte, risulteranno titolari a titolo personale di un diritto di credito nei confronti delle Società Emittenti e, dall'altro, azionisti, direttamente e/o indirettamente, di GHC medesima.,

Con riferimento ai Prestiti Obbligazionari si segnala quanto segue:

- (a) è pendente un giudizio dinanzi al Tribunale Civile di Roma, Sezione Specializzata Imprese, promosso da Aurelia 80, in persona dell'allora legale rappresentante Prof. Mariano Garofalo, e dalle altre Società Emittenti in relazione ai prestiti obbligazionari da ciascuna di esse rispettivamente emessi contro i soci di Aurelia 80, titolari del 50% del capitale sociale di Aurelia 80 e diversi dal Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e Prof. Mariano Garofalo, che, quali obbligazionisti, hanno chiesto il rimborso dei Prestiti Obbligazionari e il pagamento dei relativi interessi. Aurelia 80 e le Società Emittenti hanno chiesto al suddetto giudice adito di emettere sentenza dichiarativa di accertamento dell'applicabilità a tutti i Prestiti Obbligazionari del regime di postergazione del rimborso dei finanziamenti dei soci rispetto alla soddisfazione degli altri creditori a norma dell'art. 2467 del Codice Civile e quindi la non esigibilità dei relativi crediti per capitale e interessi. Il contenzioso si trova nella fase istruttoria;
- (b) il Prof. Mariano Garofalo e il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, soci di Aurelia 80 e titolari sia di obbligazioni emesse da Aurelia 80 (non rientranti nel perimetro dell'Operazione), sia di obbligazioni emesse a valere sui Prestiti

Obbligazionari dalle Società Emittenti, non hanno mai fatto valere i loro crediti ritenendo comunque applicabile ad essi il suddetto regime di postergazione legale.

## 2.2 Parti Correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione

L'Operazione di cui al presente Documento Informativo si configura quale operazione con una Parte Correlata in considerazione del fatto che Aurelia 80 è parte correlata di GHC poiché risulta partecipata (i) per il 16,67% dal Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, parte correlata di GHC in quanto controlla direttamente ed indirettamente GHC e ne è l'Amministratore Delegato; nonché (ii) per il 33,33% dal Prof. Mariano Garofalo, parte correlata di GHC in quanto stretto familiare del Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e, altresì, Amministratore Unico della società controllante di GHC (Larama 98 S.p.A.).

Per completezza si segnala che:

- (a) Il Prof. Mariano Garofalo si qualifica come "stretto familiare" del Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo ai sensi dell'articolo 3 della Procedura Interna OPC, in ragione del legame familiare e professionale che lo lega a quest'ultima ed esercita altresì un'influenza notevole su Aurelia 80, sulle Società Partecipate e sulle Società Indirettamente Partecipate, per i seguenti motivi:
- è direttamente titolare della nuda proprietà di 387.200 azioni, costituenti una partecipazione sociale rappresentativa del 33,33% del capitale sociale di Aurelia 80, a seguito della costituzione del diritto di usufrutto in favore della figlia Claudia Garofalo e del figlio Antonio Garofalo, di cui meglio *infra*;
  - è stato Presidente del Consiglio di Amministrazione di Aurelia 80 dal 27 giugno 2018 sino alla data di nomina del Liquidatore; attualmente ricopre la carica di amministratore unico nelle Società Partecipate AXA, Samadi e CCSA, mentre risulta consigliere di amministrazione nella Società Partecipata EH; con riferimento alle Società Indirettamente Partecipate, ricopre la carica di amministratore unico di Gestiport'86 S.p.A. e RAM S.r.l.
- (b) Il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo:
- specularmente a quanto sopra, si qualifica anch'essa a sua volta come "stretta familiare" del Prof. Mariano Garofalo ai sensi dell'articolo 3 della Procedura Interna OPC;
  - controlla GHC in quanto titolare:
    - i. di una partecipazione rappresentativa del 12,4% del capitale

- sociale, corrispondente al 12,2% dei diritti di voto, direttamente,
- ii. di una partecipazione rappresentativa del 50,5% del capitale sociale, corrispondente al 49,4% dei diritti di voto, indirettamente per il tramite di Larama 98 S.p.A., e
  - iii. di una partecipazione rappresentativa del 2,1% del capitale sociale, corrispondente al 2% dei diritti di voto, indirettamente per il tramite di An.Rama S.p.A.

### 2.3 Motivazioni economiche e convenienza per GHC dell'Operazione

L'Operazione ha un'importante valenza strategica per GHC.

GHC è uno dei principali gruppi in Italia operanti nel settore della sanità privata accreditata ed è la prima società del settore sanitario ad essere quotata sul Segmento Euronext STAR Milan di Borsa Italiana S.p.A. Il gruppo adotta un modello di *business* basato sulla diversificazione geografica e di comparto, operando nei settori ospedaliero, territoriale e socioassistenziale.

In particolare, la missione di GHC - pubblicamente dichiarata nell'ambito della propria informativa comunicata al mercato e agli *stakeholder* - è quella di *"sviluppare la propria capacità di aggregare strutture sanitarie di eccellenza, in linea con i valori e la visione del Gruppo, potenziandone, attraverso l'annessione, le virtualità ed efficientandone le risorse per diventare il primo gruppo di riferimento a livello nazionale"*.

In aggiunta a quanto sopra, si evidenzia come lo sviluppo del gruppo sia incentrato sulla realizzazione della strategia cd. *"Buy & Build"* - anch'essa pubblicamente dichiarata e perseguita sin dall'IPO - basata sulla crescita per linee esterne attraverso l'acquisizione di *target* di eccellenza.

L'iniziativa oggetto di perimetro di acquisizione - sulla base di quanto precisato dal *management* - coerentemente a quanto precede fa riferimento a strutture sanitarie che si caratterizzano per alti livelli di specializzazione, rappresentando un punto di riferimento non solo per la Regione Lazio, ma anche per le Regioni limitrofe. Dette strutture sanitarie rappresentano tradizionalmente realtà rinomate nella Capitale e grazie all'ingresso di queste strutture nel gruppo GHC, le stesse potranno beneficiare di una nuova ridefinizione del modello organizzativo e di controllo di gestione, tale da consentire un aumento della marginalità ordinaria in modo da attestarla non lontana da quella delle altre strutture ospedaliere complesse del gruppo.

Si evidenzia, altresì, che il Consiglio di Amministrazione di Aurelia 80 ha approvato un piano di riassetto organizzativo relativo alle strutture di Aurelia Hospital e European Hospital (il **"Piano di Riassetto"**), in data 28 febbraio 2020 e recepito nella Determina della *"Programmazione della Rete ospedaliera Regionale 2021-2023"* n. G07512 del

18.06.2021, come successivamente modificata dalla Determina n. G01328 del 10.02.2022. Il Piano di Riassetto, ritenuto di importante valore strategico, porterà alla creazione di un “Centro Cuore” di eccellenza a livello nazionale presso l’Aurelia Hospital, con un miglioramento significativo in termini di EBITDA prospettico. Le attività di cardiocirurgia e cardiologia dell’European Hospital, rese in regime di accreditamento, verranno infatti trasferite presso l’Aurelia Hospital, previa realizzazione di una nuova piastra chirurgica, sfruttando una cubatura edificabile esistente di circa 1.600 mq. Contestualmente, verranno inoltre ristrutturare ed adeguate ai nuovi requisiti tutte le aree critiche dell’ospedale senza che sia interrotta l’attività assistenziale. Di contro, il reparto di riabilitazione dell’Aurelia Hospital, con un *budget* di circa Euro 4,3 milioni, verrà trasferito presso l’European Hospital dove permarranno e verranno ulteriormente sviluppate tutte le altre specialità per acuti in regime privatistico. In luogo del reparto di riabilitazione, presso l’Aurelia Hospital, verrà attivato il reparto di cardiocirurgia. La riconfigurazione dell’offerta ospedaliera così come descritta, con la realizzazione di un importante “Centro Cuore” presso l’Aurelia Hospital porterà una serie di benefici che avranno un impatto positivo sulla marginalità della struttura.

Alla luce di quanto sopra, l’Operazione può pertanto essere ritenuta strategica per GHC, considerato che permetterebbe di acquisire una nuova quota di mercato (nella Regione Lazio) che sta riscontrando l’interesse di *competitor* del settore, con ricadute positive in termini di maggiore visibilità del gruppo GHC nel centro Italia ed in particolar modo nella Capitale. Inoltre, la medesima permetterebbe al gruppo GHC, in termini di fatturato acquisito, di superare Euro 430 milioni di ricavi consolidati su base proforma e di acquisire ulteriori 32.000 mq di proprietà immobiliare inclusi nel perimetro di acquisizione. Infine, la realizzazione del Piano di Riassetto renderebbe Aurelia Hospital una struttura privata accreditata della Regione Lazio di dimensioni significative e, pertanto, una realtà che può assurgere ad un ruolo rilevante all’interno del panorama italiano (trattandosi di un ospedale privato accreditato inserito in prima linea nella rete emergenziale del Lazio e dotato di una struttura logistica moderna e all’avanguardia che consentirebbe alla stessa di diventare fortemente attrattiva). Si tratterebbe di un’attrattività non soltanto rivolta ai pazienti ma anche a professionisti di primario *standing*.

#### **2.4 Modalità di determinazione del Corrispettivo dell’Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari**

Il Consiglio di Amministrazione di GHC ha determinato il Corrispettivo facendo riferimento alle metodologie di valutazione correntemente utilizzate nella prassi di mercato. Più precisamente, nelle proprie valutazioni la Società si è avvalsa del supporto del Prof. Riccardo Tiscini quale Esperto Indipendente, che, come già evidenziato nel paragrafo 1.1, in data 12 luglio 2023, ha emesso, una *fairness opinion* (allegata al presente Documento Informativo sub Allegato 2) sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo.

In aggiunta, il Comitato OPC si è avvalso della consulenza dello Studio Legale Tombari D’Angelo e Associati, nella persona del Prof. Avv. Umberto Tombari, quale proprio consulente legale

indipendente.

Sia relativamente all'Esperto Indipendente che al consulente legale il Comitato OPC ha verificato l'indipendenza dei medesimi, riscontrando l'assenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra gli stessi e (i) GHC, le società controllate da GHC, i soggetti che controllano GHC e le società sottoposte a comune controllo con GHC, nonché gli amministratori delle predette società; e (ii) A80, le società controllate da A80, i soggetti che controllano A80 e le società sottoposte a comune controllo con A80, nonché gli amministratori delle predette società.

#### 2.4.1 Criteri per la determinazione del Corrispettivo

In considerazione dello scopo delle valutazioni, delle caratteristiche specifiche del perimetro oggetto di valutazione e in linea con quanto previsto dalla migliore prassi valutativa a livello nazionale e internazionale per operazioni della medesima natura, la Società, avvalendosi dell'assistenza dell'Esperto Indipendente, ha adottato per la valutazione sia il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow*, sia il criterio dei multipli di mercato (c.d. "*market approach*").

Tali metodologie non sono state analizzate singolarmente, bensì considerate parte inscindibile di un processo valutativo unitario, tenendo altresì in considerazione le specificità delle stesse. Per ogni dettaglio in merito si rinvia alla Fairness Opinion riportata in Allegato sub 3.

#### 2.4.2 Data di riferimento e documentazione utilizzata

La valutazione delle società rientranti nel perimetro di liquidazione del Lotto 1 è stata effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2022, data della più recente situazione contabile disponibile, sull'assunto che per ciascuna società rientranti nel perimetro della liquidazione non risultino essersi verificati eventi, fatti e/o atti tali da modificare in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle stesse nel periodo intercorrente tra la data della valutazione e le ultime situazioni contabili disponibili.

Le valutazioni effettuate ai fini della determinazione della congruità del Corrispettivo si sono basate sulla documentazione disponibile nella *virtual data room* predisposta e messa a disposizione dal Liquidatore, nonché su altre informazioni disponibili in capo a GHC o da fonti pubbliche. In particolare, la valutazione si è basata sul Piano Aziendale ("**Piano**") come risultante dal *Business Plan 2023-2027 PWC Project Clinic*, disponibile in *data room*, opportunamente rettificato dall'Esperto Indipendente mediante informazioni acquisite dal management o dalle analisi svolte.

#### 2.4.3 Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione

Le conclusioni del percorso valutativo seguito devono ad ogni modo essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di seguito sintetizzati:

- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del

verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);

- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sopra specificati sono stati assunti senza svolgere attività di riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali ed economiche dichiarate;
- l'Esperto Indipendente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcuna attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

## 2.5 Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Regolamento OPC e dell'articolo 7.3(a) della Procedura Interna OPC, una operazione con Parti Correlate si configura quale operazione di "maggiore rilevanza" qualora anche soltanto uno degli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 al Regolamento OPC e all'Articolo 3 della Procedura Interna OPC (ossia, controvalore dell'operazione, attivo e passività) risulti superiore al 5%.

Nel caso di specie, l'Operazione si configura quale operazione di "maggiore rilevanza" con una Parte Correlata, ai sensi dell'articolo 8, comma 1, del Regolamento OPC e dell'articolo 3 della Procedura Interna OPC, in quanto l'indice di rilevanza relativo al controvalore dell'Operazione di cui all'Allegato 3 al Regolamento OPC e all'Articolo 3 della Procedura Interna OPC risulta superiore al 5%.

In particolare, la soglia di maggiore rilevanza relativa al controvalore dell'Operazione è pari a circa Euro 16.822.300 (la "**Soglia del Controvalore dell'Operazione**"), in applicazione dell'indice di rilevanza di cui all'articolo 1.1(a), Allegato 3 del Regolamento OPC e all'articolo 3 della Procedura Interna OPC, determinato in misura pari al 5% della capitalizzazione di GHC rilevata al 31 marzo 2023 (pari a Euro 336.446.000), ossia alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato da GHC.

Con riferimento alla Soglia del Controvalore dell'Operazione, tenuto conto del

Corrispettivo che GHC dovrà corrispondere ad Aurelia 80 per l'acquisto delle Quote NewCo, l'Operazione è considerata quale operazione con Parte Correlata di "maggiore rilevanza", in quanto idonea a superare la Soglia del Controvalore dell'Operazione.

Ai fini contabili, l'Operazione determinerà i suoi effetti solo a partire dalla Data di Esecuzione.

## **2.6 Variazione dell'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società del gruppo in conseguenza dell'Operazione**

Nessun vantaggio particolare in connessione all'Operazione è previsto a favore degli amministratori della Società né di alcuna delle società da essa controllate.

In conseguenza dell'Operazione non si prevedono variazioni dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società né di alcuna delle società dalla stessa controllate.

Con riferimento all'MBO (remunerazione variabile di breve termine) relativo all'esercizio 2023 di cui l'Amministratore Delegato della Società è beneficiaria (si veda la "Relazione sulla politica in materia di remunerazione 2023 e sui compensi corrisposti 2022" pubblicata sul sito internet di GHC [www.garofalohealthcare.com](http://www.garofalohealthcare.com)), non si può escludere che l'Operazione possa eventualmente rilevare nel raggiungimento e nella misurazione degli obiettivi di performance consolidati previsti dallo stesso MBO, circostanza che ad oggi non è prevedibile.

## **2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'Operazione quali Parti Correlate**

Nell'Operazione sono coinvolti, quali parti correlate, il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, Prof. Alessandro Maria Rinaldi<sup>2</sup>, la dott.ssa Alessandra Rinaldi Garofalo<sup>3</sup> e la dott.ssa Claudia Garofalo<sup>4</sup>, componenti dell'organo di amministrazione di GHC.

Nell'Operazione non sono coinvolti, quali parti correlate, altri componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti di GHC e/o di società dalla stessa controllate.

Si sottolinea, in ogni caso, che nella seduta del Consiglio di Amministrazione di GHC

<sup>2</sup> Il Prof. Alessandro M. Rinaldi si qualifica come uno "stretto familiare" del Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e della Dott.ssa Alessandra Rinaldi Garofalo, in quanto ne è rispettivamente marito e padre, oltre a ricoprire la carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione di GHC.

<sup>3</sup> Alessandra Rinaldi Garofalo si qualifica come "stretto familiare" del Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, in quanto ne è figlia e ricopre la carica di amministratore non esecutivo di GHC.

<sup>4</sup> Claudia Garofalo si qualifica come una "stretta familiare" del Prof. Mariano Garofalo, in quanto sua figlia; ricopre la carica di amministratore esecutivo di GHC; è titolare di un diritto di usufrutto, in comune e pro-indiviso, con il fratello Antonio Garofalo, su 387.200 azioni detenute dal padre Prof. Mariano Garofalo in Aurelia 80, pari al 33,33% del capitale sociale.

tenutasi in data 13 luglio 2023 e conclusasi con delibera di approvazione dell'Operazione, in quanto avvenuta nel rispetto di quanto previsto dalla Procedura Interna OPC per le operazioni di maggiore rilevanza con Parti Correlate, hanno dichiarato di essere portatori di un interesse, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile:

- l'Amministratore Delegato Maria Laura Garofalo, in quanto titolare di una partecipazione pari al 16,67% del capitale sociale di Aurelia 80;
- il Consigliere Claudia Garofalo, in quanto titolare di un diritto di usufrutto sulla partecipazione pari al 33,33% del capitale sociale di Aurelia 80;
- il Presidente Alessandro Maria Rinaldi, in quanto coniuge dell'Amministratore Delegato Maria Laura Garofalo;
- il Consigliere Alessandra Rinaldi Garofalo, in quanto figlia dell'Amministratore Delegato Maria Laura Garofalo.

I predetti Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, Prof. Alessandro Maria Rinaldi, la dott.ssa Alessandra Rinaldi Garofalo e la dott.ssa Claudia Garofalo si sono astenuti dalla delibera consiliare sopra indicata.

Alla Data del presente Documento Informativo:

- il Presidente Alessandro Maria Rinaldi detiene n. 1.455.600 azioni della Società;
- l'Amministratore Delegato Maria Laura Garofalo detiene direttamente n. 11.218.000 azioni della Società;
- il Consigliere Claudia Garofalo detiene n. 299.463 azioni della Società;
- il Consigliere Alessandra Rinaldi Garofalo non detiene azioni della Società.

Fermo restando quanto rappresentato nel presente Documento Informativo, a conoscenza della Società non sussistono ulteriori conflitti di interesse, anche potenziali, tra gli obblighi dei soggetti suindicati verso la Società e i loro interessi privati e/o altri obblighi.

## **2.8 Approvazione dell'Operazione**

### **2.8.1 Attività del Comitato OPC**

Ai sensi degli articoli 4.1(d) e 7.3(a) della Procedura Interna OPC, le operazioni con Parti Correlate di "maggiore rilevanza" sono approvate dal Consiglio di Amministrazione previo parere motivato del Comitato OPC, che si esprime sull'interesse della Società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle

sue condizioni.

A tal proposito, come già illustrato al Paragrafo 1.1 che precede, GHC ha posto in essere tutti i presidi necessari alla corretta qualificazione dell'Operazione, assoggettando la stessa all'apposita procedura individuata dal Regolamento OPC e dalla Procedura Interna OPC.

In particolare, il Comitato OPC – composto da tre amministratori non esecutivi tutti indipendenti ai sensi del TUF e del Codice di Corporate Governance, con l'assistenza del Prof. Umberto Tombari – è stato coinvolto sin dall'avvio della fase istruttoria dell'Operazione attraverso la ricezione di un flusso informativo periodico, completo e tempestivo da parte delle funzioni competenti nel corso di varie riunioni (come meglio indicato nel parere del Comitato OPC *sub* Allegato 2 al presente Documento Informativo).

Inoltre, il Comitato OPC si è avvalso della facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni alle competenti direzioni e funzioni della Società incaricate dell'analisi dell'Operazione, anche al fine di poter formulare il parere in merito *(i)* all'interesse della Società al compimento dell'Operazione, *(ii)* alla convenienza delle relative condizioni e *(iii)* alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Come indicato nel paragrafo 1.1, il Comitato OPC si è avvalso ai fini del rilascio del proprio parere dell'Esperto Indipendente, che ha rilasciato una *fairness opinion* in merito all'Operazione, oltre a farsi assistere dal Prof. Avv. Umberto Tombari quale consulente legale.

In data 5 giugno 2023, il Comitato OPC ha prima preso atto in particolare dell'interesse di GHC a partecipare alla procedura liquidazione degli attivi di Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione, riservandosi di valutare l'eventuale coinvolgimento di eventuali consulenti in conformità con la normativa e la procedura aziendale. Successivamente nella riunione del 15 giugno 2023, ha individuato quale esperto indipendente il Prof. Riccardo Tiscini, verificandone i requisiti di indipendenza con esito positivo. Dopodiché nelle riunioni tenutesi in data 19 giugno 2023, 4 luglio 2023, 7 luglio 2023, 12 luglio 2023 e 13 luglio 2023 le competenti direzioni e funzioni della Società hanno illustrato al Comitato OPC i vari *asset* oggetto dell'Operazione e la situazione patrimoniale e finanziaria delle società facenti parte del perimetro oggetto di potenziale acquisizione, le risultanze dell'attività di *due diligence*, nonché la bozza del Contratto Preliminare trasmessa dal liquidatore. Nel corso di tali riunioni il Comitato OPC ha potuto richiedere informazioni, acquisire documentazione aggiuntiva e formulare osservazioni ai soggetti incaricati dalla Società di svolgere l'istruttoria dell'Operazione. Esprimendo infine, in data 13 luglio 2023, all'unanimità e con la partecipazione di tutti i suoi componenti - e, dunque, senza astensioni né voti contrari - parere motivato favorevole sull'interesse di GHC al compimento dell'Operazione e quindi alla presentazione dell'Offerta al

Liquidatore, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni (v. Allegato 2).

### 2.8.2 Approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione

Le interlocuzioni con il Liquidatore volte alla definizione (i) dell'Offerta e (ii) successivamente del Contratto Preliminare, sono state condotte dal *management* di GHC, con il supporto delle *competenti* funzioni aziendali e dello studio legale esterno incaricato dell'assistenza alla Società in relazione all'Operazione.

In data 13 luglio 2023, il Consiglio di Amministrazione della Società, sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del motivato parere favorevole del Comitato OPC, rilevando l'interesse della Società a compiere l'Operazione nonché la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, e avvalendosi anche della *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo dell'Operazione rilasciata dall'Esperto Indipendente, ha deliberato, con le astensioni del presidente Prof. Alessandro Maria Rinaldi, dell'Amministratore Delegato Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, dei consiglieri dott.ssa Claudia Garofalo, dott.ssa Alessandra Rinaldi Garofalo e Prof. Giuseppe Giannasio<sup>5</sup>, e con il consenso di tutti gli altri consiglieri, di approvare l'Operazione e quindi di presentare al Liquidatore l'Offerta.

### **2.9 Rilevanza dell'Operazione derivante dal cumulo di cui all'articolo 5, comma 2, del Regolamento OPC**

La rilevanza dell'Operazione sussiste in via autonoma e non deriva dal cumulo con altre operazioni.

\* \* \*

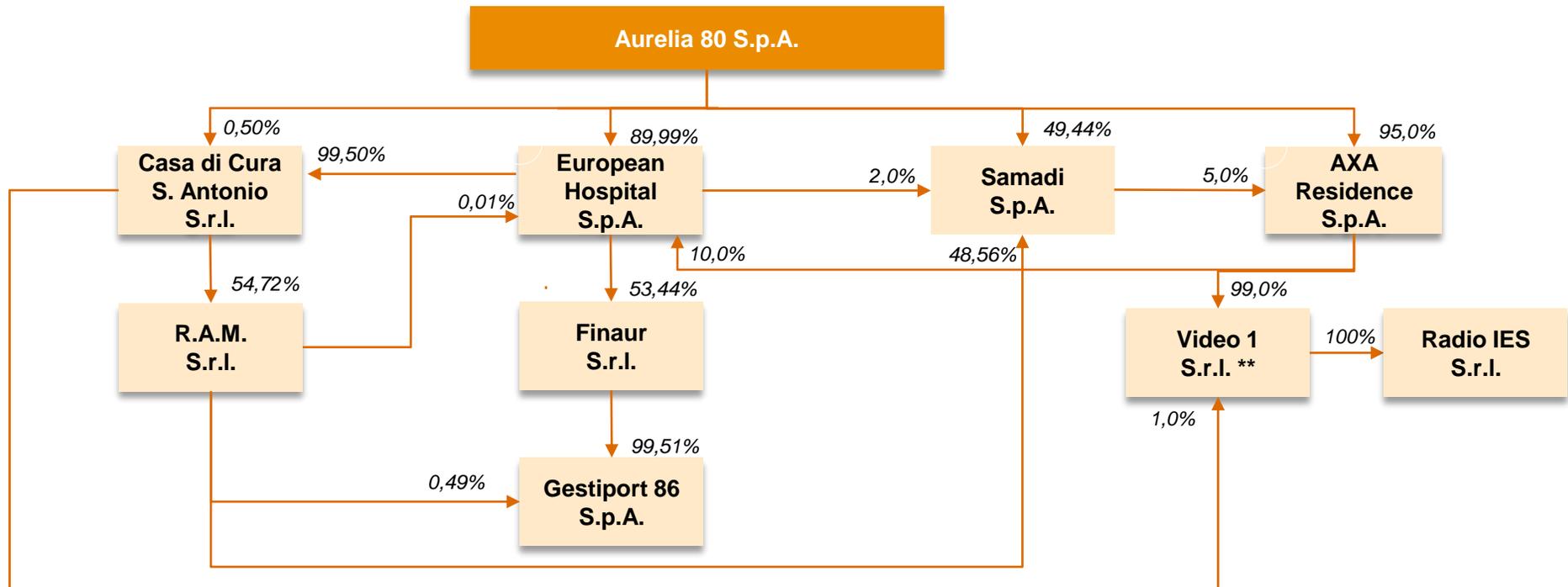
### **ALLEGATI**

- 1. Schema del Gruppo Aurelia 80**
- 2. Parere favorevole del Comitato OPC (che include la *Fairness opinion* del Prof. Riccardo Tiscini)**

---

<sup>5</sup> Il Consigliere Giuseppe Giannasio si è astenuto dal voto perché portatore di un interesse in merito all'Operazione, in quanto socio e legale rappresentante della società che ha assistito come *advisor* GHC nell'Operazione stessa.

### Allegato 1 - Schema Gruppo Aurelia 80



## Allegato 2 - Parere favorevole del Comitato OPC



### COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

#### DI GAROFALO HEALTH CARE S.P.A.

#### Premessa

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (di seguito il “**Comitato OPC**”) di Garofalo Health Care S.p.A. (di seguito “**GHC**” o la “**Società**”) esprime il presente Parere motivato sull’operazione con parti correlate di “maggiore rilevanza” di seguito descritta, ai sensi dell’ art. 7 della Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate adottata dalla Società (di seguito la “**Procedura OPC**”) in attuazione del Regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente integrato e modificato (di seguito il “**Regolamento Consob OPC**”).

In particolare, il Comitato OPC è chiamato a esprimere il proprio motivato parere sull’interesse della Società al compimento dell’Operazione (come definita nel prosieguo), nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni (il “**Parere**”).

In virtù di quanto previsto dall’art. 7.3(a) della Procedura OPC, il presente Parere ha natura vincolante.

#### 1. - L’Operazione

##### 1.1 - Gli asset oggetto del possibile acquisto ed il procedimento di gara

Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione (“**Aurelia 80**”) è una società attiva, in particolare, nel settore *healthcare*. Ad essa fanno riferimento le seguenti strutture sanitarie accreditate con il Servizio Sanitario Nazionale operanti nella Regione Lazio: (i) Aurelia Hospital, struttura polispecialistica autorizzata allo svolgimento di prestazioni medicochirurgiche e riabilitative; (ii) European Hospital, clinica polispecialistica che si occupa di aspetti assistenziali e diagnostici, di ricerca e di formazione; (iii) Hospice S. Antonio da Padova, struttura che eroga servizi di cure palliative, in regime sia di *hospice*, sia domiciliare; (iv) Struttura Residenziale Psichiatrica Samadi, una struttura residenziale psichiatrica.

Nel corso del procedimento di liquidazione, il liquidatore - nominato dal Tribunale di Roma - attraverso il proprio consulente Price Waterhouse Cooper S.p.A. ha inviato a GHC

e ad altri soggetti selezionati un’informativa preliminare contenente l’invito a manifestare il potenziale interesse per l’acquisto degli *asset* facenti parte del patrimonio di Aurelia 80. La Società ha dunque deciso di inoltrare, in data 11 maggio 2023, la propria manifestazione di interesse. Successivamente, il liquidatore ha trasmesso a tutti i soggetti che hanno manifestato l’interesse un impegno di riservatezza; in seguito alla firma di tale documento la Società ha ricevuto la lettera che descrive nel dettaglio il processo per partecipare all’acquisizione in oggetto (la “**Lettera di Processo**”), unitamente ad un *information memorandum* che descrive i beni oggetto del processo competitivo.

Secondo quanto previsto dalla Lettera di Processo, la Società ha poi inviato al liquidatore in data 9 giugno 2023 un’offerta non vincolante, avente ad oggetto il “Lotto 1” <sup>(1)</sup> e contenente le informazioni richieste nella Lettera di Processo, incluso il *range* di prezzo indicativo non vincolante.

In data 14 giugno 2023, il liquidatore ha dunque consentito a GHC l’accesso ad una *virtual data room*, contenente i documenti necessari allo svolgimento della *due diligence* (sui cui esiti si dirà *infra*, par. 3).

In conformità a quanto previsto dalla Lettera di Processo, il Consiglio di Amministrazione della Società dovrà decidere di inviare, entro il termine del 14 luglio 2023 ivi previsto, un’offerta vincolante di acquisto irrevocabile, per un periodo di almeno 180 giorni, corredata da una cauzione pari al 10% del prezzo offerto.

All’esito della valutazione delle offerte, il liquidatore si è, ad ogni modo, riservato di effettuare una procedura competitiva migliorativa tra gli offerenti dal medesimo selezionati. Una volta individuato l’aggiudicatario, sempre nella Lettera di Processo è previsto che si proceda al trasferimento degli *asset* secondo i termini e le condizioni previste dal relativo contratto di compravendita, il quale non prevederà il rilascio, da

---

<sup>(1)</sup> Nel “Lotto 1” rientra il perimetro dell’attivo di Aurelia 80 operante prevalentemente nel settore ospedaliero privato e accreditato, di cui fanno parte: (i) l’azienda Aurelia Hospital e (ii) le partecipazioni sociali detenute da Aurelia 80 nelle società European Hospital S.p.A., Casa di Cura Sant’Antonio da Padova S.r.l., Samadi S.p.A. e AXA Residence S.p.A. Aurelia 80 detiene inoltre indirettamente, per il tramite delle società partecipate, partecipazioni sociali in altre società, come rappresentato nello schema del “Gruppo Aurelia 80” accluso al Parere *sub* Allegato 1.

parte di Aurelia 80, di dichiarazioni e garanzie nella misura massima consentita dalla legge.

Si segnala inoltre che, nell'eventualità in cui la Società dovesse risultare vincitrice della procedura indetta dal liquidatore, la medesima, come anticipato, verrebbe a detenere le partecipazioni nelle società European Hospital S.p.A., Samadi S.p.A. e AXA Residence S.p.A. (tre delle controllate) e, indirettamente, nella società Gestiport 86 S.p.A., le quali hanno emesso nel corso degli anni prestiti obbligazionari per un ammontare complessivo pari a circa euro 18,8 milioni. Alla data del presente Parere il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e il Prof. Mariano Garofalo (parti correlate della Società come *infra* meglio precisato (par. 2)) risultano titolari, per il tramite di una società fiduciaria, di quota parte dei titoli obbligazionari a valere sui suddetti prestiti per un ammontare corrispondente a circa il 45% dell'importo emesso.

Da ultimo, in data 7 luglio 2023, il liquidatore ha messo a disposizione della Società nella *virtual data room* la bozza del contratto preliminare di compravendita (il "**Contratto Preliminare**") che sarà stipulato con Aurelia 80, qualora la Società dovesse risultare vincitrice del processo di gara.

### 1.2 - Il Contratto Preliminare

All'interno della bozza del Contratto Preliminare messa a disposizione dal liquidatore è previsto che (i) l'azienda riferibile ad Aurelia 80 (i cui elementi dell'attivo e del passivo sono richiamati in un apposito allegato) (l'"**Azienda**") sarà conferita in una società a responsabilità limitata di nuova costituzione il cui capitale sociale sarà interamente di titolarità di Aurelia 80 ("**NewCo**"); (ii) si proceda in un secondo momento a trasferire all'acquirente, alla data di esecuzione del Contratto Preliminare, la partecipazione in NewCo e le altre partecipazioni detenute da Aurelia 80 in European Hospital S.p.A., Casa di Cura S. Antonio da Padova S.r.l., Samadi S.p.A. e AXA Residence S.p.A. (le "**Controllate**"); gli atti previsti ai punti (i) e (ii) complessivamente considerati vengono definiti l'"**Operazione**".

Secondo quanto indicato nel Contratto Preliminare, il conferimento dell'Azienda terrà conto dei valori contabili in continuità con i valori storici di Aurelia 80, il tutto previa determinazione del valore degli attivi oggetto di conferimento sulla base di una relazione giurata di stima ex art. 2465 c.c.; e l'Azienda ricomprenderà tutti gli elementi

che saranno specificamente indicati in un allegato allo stesso Contratto Preliminare, nella consistenza che risulta sulla base del bilancio di conferimento, fermo restando che non saranno incluse tutte le passività afferenti ai prestiti obbligazionari emessi esclusivamente da Aurelia 80, siano esse per importi in conto capitale o a titolo di interessi, nonché l'immobile rappresentato dal c.d. "Castello di Nerola".

L'obbligo delle parti di addivenire al *closing* è subordinato a talune condizioni sospensive e, in particolare, (i) al compiuto esperimento delle procedure di informazione e consultazione sindacale in relazione al conferimento dell'Azienda; (ii) al rilascio del provvedimento regionale di voltura dei titoli autorizzativi necessari all'esercizio dell'attività sanitaria in capo a NewCo; (iii) all'invio delle notifiche eventualmente necessarie per l'ottenimento dell'approvazione dell'operazione di trasferimento dell'Azienda e delle partecipazioni sociali da parte delle competenti autorità antitrust; (iv) al perfezionamento del conferimento dell'Azienda in NewCo previo ottenimento di tutti i permessi, le licenze e le autorizzazioni richieste dalla normativa vigente (anche regolamentare) al fine di consentire il subentro della NewCo nella titolarità dell'azienda; (v) all'ottenimento delle eventuali autorizzazioni in materia di c.d. Golden Power; e (vi) alla rinuncia degli altri soci delle Controllate al diritto di prelazione loro spettante <sup>(2)</sup>.

È, inoltre, prevista, quale condizione risolutiva del Contratto Preliminare, la revoca dello stato di liquidazione di Aurelia 80 per qualsiasi motivo.

Sono altresì presenti taluni specifici obblighi in capo al venditore, tra i quali, in particolare, occorre evidenziare: (i) l'impegno a condurre l'Azienda nonché a far sì che le Controllate conducano il proprio *business*, tra la data di sottoscrizione del Contratto Preliminare e sino alla data del *closing*, secondo l'ordinaria amministrazione, operando dunque in linea con la gestione operativa corrente e senza che siano posti in essere atti o iniziative che - per natura, finalità o durata - pregiudichino l'operatività dell'Azienda, delle società controllate o il loro valore; (ii) l'impegno a trasmettere all'acquirente il certificato di cui all'art. 14 del d.lgs. 18 dicembre 1997, n. 472 relativo all'eventuale esistenza di carichi fiscali pendenti in capo ad Aurelia 80.

---

<sup>(2)</sup> Si specifica che tale condizione sospensiva sarà inserita nel Contratto Preliminare solamente qualora Aurelia 80 non ottenga, anteriormente ovvero successivamente all'aggiudicazione dell'offerta da parte del liquidatore, la rinuncia all'esercizio del diritto di prelazione previsto negli statuti sociali delle Controllate da parte degli altri soci delle stesse.

Al *closing*, come da prassi in operazioni di questo tipo, si procederà contestualmente al trasferimento delle partecipazioni di NewCo e delle Controllate (mediante girata dei titoli azionari o atto di cessione notarile, a seconda dei casi) ed all'integrale pagamento del prezzo; contestualmente si terranno le assemblee di NewCo e delle Controllate affinché siano nominati i nuovi organi sociali su indicazione dell'acquirente.

Il Contratto Preliminare contiene inoltre un *set* di dichiarazioni e garanzie del venditore ed uno dell'acquirente dal contenuto simile ed analogo. In particolare, le parti si garantiscono reciprocamente, *(i)* di essere una società debitamente costituita; *(ii)* di avere i poteri necessari per poter validamente concludere la compravendita; *(iii)* che, ad eccezione della eventuale comunicazione alla competente autorità antitrust, della voltura dell'accreditamento presso il Servizio Sanitario Regionale e dell'eventuale notifica ai fini della normativa Golden Power, nessun ulteriore consenso o comunicazione a, o da, qualsiasi autorità o ente, è richiesta in capo alle parti in ordine alla stipula del contratto e del *closing*; *(iv)* che la stipula del contratto e l'esecuzione del medesimo non daranno luogo ad inosservanza o violazioni, in particolare, di contratti, norme di legge o di regolamento e/o disposizioni contenute in provvedimenti notificati o comunque applicabili al venditore, all'acquirente e/o a NewCo, né a violazione dei rispettivi statuti. Il venditore garantisce, inoltre, che le partecipazioni nelle Controllate e l'Azienda sono di sua esclusiva proprietà (così come lo saranno le partecipazioni di NewCo successivamente al conferimento) e che le stesse sono società debitamente costituite. Come anticipato nella Lettera di Processo, non viene rilasciata dal venditore alcuna ulteriore garanzia, rispetto a quelle menzionate, in relazione all'Azienda, a NewCo e alle Controllate, concludendosi la compravendita, nei fatti, secondo il principio del c.d. "visto e piaciuto".

Avuto riguardo alle dichiarazioni rilasciate dal venditore, si precisa che in caso di loro violazione (e fatti salvi i casi di dolo o colpa grave di Aurelia 80), non si darà luogo a rimedi indennitari e/o di riduzione del prezzo corrisposto, potendosi esperire unicamente quelli inderogabili previsti per legge, da intendersi comunque limitati nella misura massima consentita dalla legge medesima.

Ai fini che in questa sede più rilevano, risulta opportuno evidenziare che il Contratto Preliminare contiene una clausola di manleva in base alla quale, con riferimento all'Azienda trasferita, l'acquirente si obbliga a manlevare Aurelia 80 e i suoi aventi

causa/successori a titolo particolare (ivi inclusi i suoi soci, tra cui sono ricompresi, come si specificherà meglio *infra*, il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo ed il Prof. Mariano Garofalo) rispetto: (i) a qualsiasi passività/sopravvenienza passiva, ancorché riferita o riferibile al periodo precedente la data del *closing*, che non sia specificamente rappresentata nella situazione patrimoniale alla data del *closing* medesimo; nonché (ii) rispetto ad ogni pretesa che terzi creditori di NewCo dovessero avanzare in ordine a tutte le passività e i debiti rispetto a cui sussista la responsabilità solidale di Aurelia 80 ai sensi dell'art. 2560 c.c..

La suddetta pattuizione è parte integrante e consequenziale dell'assetto contrattuale dell'Operazione, che il liquidatore ha qualificato come non negoziabile.

Da ultimo, il Contratto Preliminare contiene l'impegno dell'acquirente, al fine di garantire la continuità delle prestazioni sanitarie di alta complessità all'interno del territorio della Regione Lazio secondo le programmazioni già in corso: (i) a dare piena esecuzione al piano di riassetto organizzativo che coinvolge l'Azienda e l'azienda denominata "European Hospital" esercitata da European Hospital S.p.A. <sup>(3)</sup> e comunque (ii) a non cedere a terzi separatamente l'Azienda (e/o la NewCo) e le partecipazioni detenute in European Hospital S.p.A. almeno fino al perfezionamento del suddetto piano.

## **2. - Natura e qualificazione dell'Operazione**

L'Operazione in esame è suscettibile di integrare un'"operazione" ai fini della Procedura OPC, nonché sulla base di quanto riportato al punto 1 dell'Appendice al Regolamento Consob OPC, in quanto dà luogo a un "*trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo*".

Tanto chiarito, l'Operazione complessivamente considerata risulta intercorrere tra soggetti legati da un rapporto di correlazione rilevante ai sensi della Procedura OPC, nonché di quanto riportato al punto 1 dell'Appendice al Regolamento Consob OPC, in virtù dei rapporti partecipativi di seguito elencati.

Più in particolare, è sufficiente rilevare che il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo è parte correlata in quanto controlla direttamente ed indirettamente la Società ed è altresì un

---

<sup>(3)</sup> In merito a tale piano di ristrutturazione, v. meglio *infra*, par. 4.1.

dirigente con responsabilità strategiche della medesima. È, inoltre, parte correlata anche il Prof. Mariano Garofalo, poiché il medesimo è uno stretto familiare del Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e, altresì, ricopre la carica di amministratore unico della società controllante di GHC (Larama 98 S.p.A.).

Al riguardo, si segnala che, a seguito dell'acquisto delle Controllate e delle società a loro volta controllate da queste ultime, GHC diventerà indirettamente debitore nei confronti del Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo e del prof. Mariano Garofalo, dal momento che i medesimi risultano titolari di obbligazioni emesse a valere su alcuni dei prestiti obbligazionari emessi dalle società del gruppo Aurelia 80 (v. *supra*, par. 1.1).

Al tempo stesso, anche Aurelia 80 è parte correlata di GHC poiché risulta partecipata dal Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo per il 16,67%, nonché e soprattutto dal Prof. Mariano Garofalo per il 33,33%; sembra pertanto integrata la correlazione ai sensi dell'art. 3, lettera b, vii, della Procedura OPC (nonché del Regolamento Consob OPC).

Tanto premesso, l'Operazione si qualifica come di "maggiore rilevanza", tenuto conto che l'indice di rilevanza del controvalore, calcolato sulla base del prezzo massimo che la Società potrà offrire in sede di offerta vincolante (v. *infra*, par. 4.2), risulta superiore alla soglia del 5%, da determinarsi con riferimento alla capitalizzazione della Società al 31 marzo 2023 (pari ad Euro 16.822.300,00). In particolare, l'indice di rilevanza del controvalore risulta del 20,3% e, pertanto, superiore alla soglia individuata dall'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC.

Alla luce di quanto precede, ai sensi dell'art. 7.3(a) della Procedura OPC, il presente Comitato è chiamato a rilasciare un motivato parere favorevole circa l'interesse di GHC al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

### **3. - Fase istruttoria**

Sulla base delle previsioni della Procedura OPC (e in particolare dell'art. 7.3(a)) e coerentemente con quanto indicato dal Regolamento Consob OPC per le operazioni di maggiore rilevanza (art. 8), il Comitato OPC - composto dai Consiglieri, non esecutivi e tutti indipendenti ai sensi del TUF e del Codice di *Corporate Governance*, Franca Brusco (con funzioni di Presidente), Federico Ferro-Luzzi e Nicoletta Mincato - è stato coinvolto

nella fase istruttoria preordinata alla presentazione dell'offerta vincolante, ricevendo un flusso informativo completo ed aggiornato, potendo richiedere informazioni e formulando osservazioni ai soggetti incaricati dello svolgimento dell'istruttoria, secondo quanto meglio descritto di seguito.

Secondo quanto previsto dall'art. 4.1(d) della Procedura OPC, nonché dal combinato disposto degli artt. 8, comma 1 e 7, comma 1, lett. b) del Regolamento Consob OPC, il Comitato OPC è stato assistito dal Prof. Riccardo Tiscini quale esperto indipendente (l'“Esperto Indipendente”) <sup>(4)</sup>, incaricandolo di redigere un parere *“a supporto del processo deliberativo avente ad oggetto la potenziale acquisizione del Lotto n.1”*, da predisporre in conformità ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione delle aziende e delle partecipazioni societarie.

Successivamente, il Comitato OPC ha nominato lo Studio Legale Tombari D'Angelo e Associati, nella persona del Prof. Avv. Umberto Tombari, quale proprio consulente legale indipendente, incaricandolo di prestare consulenza e supporto tecnico-giuridico al Comitato medesimo <sup>(5)</sup>.

Entrambi i consulenti del Comitato OPC hanno preventivamente rilasciato apposita dichiarazione conforme a quanto previsto dall'Allegato 4 al Regolamento Consob OPC, tramite la quale hanno attestato la propria indipendenza, con riguardo sia a GHC, sia ad Aurelia 80.

In merito al processo seguito, al Comitato OPC è stata presentata una prima volta la struttura dell'Operazione in data 5 giugno 2023 <sup>(6)</sup> e, successivamente, lo stesso si è

---

<sup>(4)</sup> Si precisa che, secondo quanto indicato al riguardo dalla Comunicazione Consob n. DEM/10078683 del 24.09.2010, il Prof. Tiscini è stato formalmente nominato dal Consiglio di Amministrazione con l'incarico di assistere tanto quest'ultimo quanto il Comitato OPC nella riunione del 19 giugno 2023.

<sup>(5)</sup> Si segnala che il consulente legale del Comitato OPC è stato nominato nella riunione del 4 luglio 2023.

<sup>(6)</sup> In questa riunione il Comitato OPC ha preliminarmente verificato la sussistenza dei requisiti di assenza di correlazione dei propri membri.

riunito, anche alla presenza dell'Esperto Indipendente e del consulente legale, nelle riunioni del 15 giugno 2023 <sup>(7)</sup>, del 19 giugno 2023, del 4 luglio 2023, del 7 luglio 2023, del 12 luglio 2023 e del 13 luglio 2023.

Nelle citate riunioni, le competenti strutture della Società hanno illustrato al Comitato OPC i vari *asset* oggetto dell'Operazione e la situazione patrimoniale e finanziaria delle società facenti parte del perimetro oggetto di potenziale acquisizione, le risultanze dell'attività di *due diligence*, nonché la bozza del Contratto Preliminare messa a disposizione dal liquidatore. Oltre a ciò, il Comitato OPC ha potuto richiedere informazioni, acquisire documentazione aggiuntiva e formulare osservazioni ai soggetti incaricati dalla Società di svolgere l'istruttoria dell'Operazione. Inoltre, il Comitato OPC ha potuto esaminare la documentazione messa a disposizione della Società da parte del liquidatore e il parere redatto dall'Esperto Indipendente al fine dell'espletamento del proprio incarico, allegato al presente Parere (Allegato 2 - parere del Prof. Tiscini).

Quanto alle risultanze dell'attività di *due diligence*, i report predisposti dai vari professionisti incaricati dalla Società hanno evidenziato, da un lato, la carenza di alcuni documenti societari, dall'altro lato, alcuni profili di criticità riguardanti, tra l'altro: (i) i contenziosi attuali e potenziali sulle materie di rilevanza giuslavoristica; (ii) taluni contenziosi in materia di sinistri; nonché (iii) il mancato completo adeguamento ad alcune normative applicabili.

Con riferimento al parere redatto dall'Esperto Indipendente, dallo stesso risulta che si è proceduto alla stima del congruo "valore intrinseco" del "Lotto 1" nella prospettiva generale dei partecipanti al mercato, oltre che del "valore di investimento" dello stesso nella prospettiva specifica dell'acquirente GHC. Le stime si sono basate sulla documentazione disponibile nella *virtual data room* predisposta e messa a disposizione dal liquidatore, nonché su altre informazioni disponibili in capo a GHC o da fonti pubbliche. In particolare, la stima si è basata sul Piano Aziendale ("**Piano**") come

---

<sup>(7)</sup> In tale riunione il Comitato OPC ha individuato il Prof. Riccardo Tiscini quale Esperto Indipendente, verificandone i requisiti di indipendenza.

risultante dal *Business Plan 2023-2027 PWC Project Clinic*, disponibile in *data room*, opportunamente rettificato dall'Esperto Indipendente mediante informazioni acquisite dal management o dalle analisi svolte.

#### **4. - Analisi dell'Operazione**

Sulla base della documentazione esaminata dal Comitato OPC con riferimento all'intera Operazione, nonché delle informazioni e dei chiarimenti forniti al Comitato medesimo durante le riunioni e gli incontri con gli *advisor* coinvolti, si riportano di seguito le valutazioni svolte dal Comitato OPC sulla sussistenza dell'interesse di GHC al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale della medesima.

##### 4.1 - Interesse al compimento dell'Operazione

Il Comitato OPC ritiene, sulla base anche di quanto rappresentato dal *management* della Società, che GHC abbia interesse al compimento dell'Operazione in considerazione di quanto segue.

Come noto, GHC è uno dei principali gruppi in Italia operanti nel settore della sanità privata accreditata ed è la prima società del settore sanitario ad essere quotata sul Segmento Euronext STAR Milan di Borsa Italiana S.p.A.. Il gruppo adotta un modello di *business* basato sulla diversificazione geografica e di comparto, operando nei settori ospedaliero, territoriale e socioassistenziale.

In particolare, la missione di GHC - pubblicamente dichiarata nell'ambito della propria informativa comunicata al mercato e agli *stakeholder* - è quella di *"sviluppare la propria capacità di aggregare strutture sanitarie di eccellenza, in linea con i valori e la visione del Gruppo, potenziandone, attraverso l'annessione, le virtualità ed efficientandone le risorse per diventare il primo gruppo di riferimento a livello nazionale"*.

In aggiunta a quanto sopra, si evidenzia come lo sviluppo del gruppo sia incentrato sulla realizzazione della strategia cd. *"Buy & Build"* - anch'essa pubblicamente dichiarata e perseguita sin dall'IPO - basata sulla crescita per linee esterne attraverso l'acquisizione di *target* di eccellenza.

L’iniziativa oggetto di perimetro di acquisizione - sulla base di quanto precisato dal *management* – coerentemente a quanto precede fa riferimento a strutture sanitarie che si caratterizzano per alti livelli di specializzazione, rappresentando un punto di riferimento non solo per la Regione Lazio, ma anche per le Regioni limitrofe. Dette strutture sanitarie rappresentano tradizionalmente realtà rinomate nella Capitale e grazie all’ingresso di queste strutture nel gruppo GHC, le stesse potranno beneficiare di una nuova ridefinizione del modello organizzativo e di controllo di gestione, tale da consentire un aumento della marginalità ordinaria in modo da attestarla non lontana da quella delle altre strutture ospedaliere complesse del gruppo.

Si evidenzia, altresì, che il Consiglio di Amministrazione di Aurelia 80 ha approvato un piano di riassetto organizzativo relativo alle strutture di Aurelia Hospital e European Hospital (il “**Piano di Riassetto**”), in data 28 febbraio 2020 e recepito nella Determina della “Programmazione della Rete ospedaliera Regionale 2021-2023” n. G07512 del 18.06.2021, come successivamente modificata dalla Determina n. G01328 del 10.02.2022. Il Piano di Riassetto, ritenuto di importante valore strategico, porterà alla creazione di un “Centro Cuore” di eccellenza a livello nazionale presso l’Aurelia Hospital, con un miglioramento significativo in termini di EBITDA prospettico. Le attività di cardiocirurgia e cardiologia dell’European Hospital, rese in regime di accreditamento, verranno infatti trasferite presso l’Aurelia Hospital, previa realizzazione di una nuova piastra chirurgica, sfruttando una cubatura edificabile esistente di circa 1.600 mq. Contestualmente, verranno inoltre ristrutturare ed adeguate ai nuovi requisiti tutte le aree critiche dell’ospedale senza che sia interrotta l’attività assistenziale. Di contro, il reparto di riabilitazione dell’Aurelia Hospital, con un *budget* di circa Euro 4,3 milioni, verrà trasferito presso l’European Hospital dove permarranno e verranno ulteriormente sviluppate tutte le altre specialità per acuti in regime privatistico. In luogo del reparto di riabilitazione, presso l’Aurelia Hospital, verrà attivato il reparto di cardiocirurgia. La riconfigurazione dell’offerta ospedaliera così come descritta, con la realizzazione di un importante “Centro Cuore” presso l’Aurelia Hospital porterà una serie di benefici che avranno un impatto positivo sulla marginalità della struttura.

Alla luce di quanto sopra, la prospettata acquisizione può pertanto essere ritenuta strategica per GHC, considerato che permetterebbe di acquisire una nuova quota di mercato (nella Regione Lazio) che sta riscontrando l’interesse di *competitor* del settore,

con ricadute positive in termini di maggiore visibilità del gruppo GHC nel centro Italia ed in particolar modo nella Capitale. Inoltre, la medesima permetterebbe al gruppo GHC, in termini di fatturato acquisito, di superare Euro 430 milioni di ricavi consolidati su base proforma e di acquisire ulteriori 32.000 mq di proprietà immobiliare inclusi nel perimetro di acquisizione. Infine, la realizzazione del Piano di Riassetto renderebbe Aurelia Hospital una struttura privata accreditata della Regione Lazio di dimensioni significative e, pertanto, una realtà che può assurgere ad un ruolo rilevante all'interno del panorama italiano (trattandosi di un ospedale privato accreditato inserito in prima linea nella rete emergenziale del Lazio e dotato di una struttura logistica moderna e all'avanguardia che consentirebbe alla stessa di diventare fortemente attrattiva). Si tratterebbe di un'attrattività non soltanto rivolta ai pazienti ma anche a professionisti di primario *standing*.

#### 4.2 – Convenienza economica dell'Operazione

Con riferimento al profilo in esame, anche sulla base della *fairness opinion* rilasciata, anche nell'interesse del Comitato OPC, dall'Esperto Indipendente, il Comitato OPC ritiene sussistere la convenienza dell'Operazione qualora il prezzo che la Società volesse indicare nell'eventuale offerta di acquisto vincolante non risulti superiore ad Euro 68,3 milioni.

In particolare, il Prof. Tiscini, in considerazione della natura, della portata e dei limiti del lavoro svolto, ha adottato per la valutazione sia il metodo finanziario del DCF che il criterio dei multipli di mercato. Quest'ultimo criterio è stato applicato in modalità *forward* sulla base dell'EBITDA del 2023 e dell'EBITDA medio previsto dal Piano Aziendale rettificati (*adjusted*), segmentando i periodi *ante* e *post* riorganizzazione dell'area cuore, che fotografano assetti produttivi tra loro diversi.

L'applicazione dei predetti criteri di stima ha condotto all'ottenimento dei seguenti valori economici (nella configurazione del valore intrinseco o del valore di mercato, nel caso specifico prossimi tra loro) dei complessi aziendali oggetto di stima, riportati nella tabella che segue (importi in euro migliaia).

	<i>DCF</i>	<i>DCF (no lack of marketability)</i>	<i>EV/EBITDA 2023 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2023-2025 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2026-2027 adj.</i>
<b>Valore intrinseco e di mercato</b>	<b>35.326</b>	<b>53.104</b>	<b>30.062</b>	<b>40.947</b>	<b>53.186</b>

Il congruo valore intrinseco, o di mercato, per l'acquisizione del Lotto n.1 è pertanto stimato, nella prospettiva *as is* e *stand alone*, in un *range* tra Euro 30,1 milioni ed Euro 53,2 milioni.

Tutti i predetti valori esprimono congrui valori di acquisizione, ai quali l'operazione è conveniente per la società acquirente.

Il valore minimo del *range* individuato (Euro 30,0 milioni) è meno significativo degli altri poiché è basato sui risultati correnti esprimibili dalle aziende del gruppo Aurelia 80, sottostimando, pertanto, le prospettive di risanamento e sviluppo delineate dal Piano, che appare ragionevolmente conseguibile.

I valori ottenuti con il metodo DCF, nelle due varianti del costo del capitale in funzione della quotazione in borsa dell'investitore <sup>(8)</sup>, e con il metodo dei multipli applicato ante-riorganizzazione (2023-2025) e post-riorganizzazione (2026-2027) definiscono un *range* di congrui valori di mercato, compreso tra Euro 35,3 milioni ed Euro 53,2 milioni.

Il valore ottenuto con il metodo dei multipli applicato al periodo 2026-2027 esprime il valore delle aziende a regime, dopo la prevista riorganizzazione dell'area cuore, al netto degli investimenti necessari per ottenerla. Tale valore trova conferma nel valore ottenuto con il metodo DCF, utilizzando un Wacc del 6,21%, in assenza di premio al rischio di illiquidità dell'investimento (*lack of marketability premium*), coerentemente con la prospettiva di un partecipante al mercato quotato in borsa. Un'offerta formulata a tale valore è da ritenersi pienamente congrua, razionale e conveniente per l'acquirente, poiché l'investimento effettuato trova adeguata remunerazione, a valori di

<sup>(8)</sup> L'applicazione del DCF è stata effettuata mediante due distinte configurazioni del costo del capitale: (i) una prima con un premio al rischio per carenza di negoziabilità dell'investimento, in considerazione del fatto che gli *asset* del gruppo Aurelia 80 non sono negoziati sui mercati borsistici; (ii) una seconda, senza tale premio al rischio, in considerazione del fatto che parte qualificata dei partecipanti al mercato emette titoli quotati e beneficia della riduzione del costo del capitale di rischio conseguente alla liquidabilità dell'investimento.

mercato, nella marginalità prospettica esprimibile, pur implicando il riconoscimento alla parte venditrice del valore della pianificata riorganizzazione e dei benefici della quotazione in borsa sul costo del capitale.

La parte bassa del *range* considera invece gli effetti della riorganizzazione, scontandone la rischiosità al tasso Wacc del 7,25%, che tiene conto del rischio di illiquidità dell'investimento in società non quotate.

Il valore intrinseco (e il valore di mercato) non tengono conto dei benefici estraibili nella prospettiva specifica di un investitore industriale potenziale acquirente, quale il gruppo GHC. Tali benefici sono considerati nella configurazione di valore del "valore di investimento", e si sostanziano in sinergie e miglioramenti non considerati nella prospettiva *as is* e *stand alone*, ma attivabili nella prospettiva dell'acquirente. In presenza di tali benefici, vi sarebbe convenienza per l'acquirente anche al pagamento di un prezzo per l'acquisizione del gruppo Aurelia 80 superiore rispetto alla parte alta del *range* del valore di mercato sopra individuato, purché inferiore al valore d'investimento.

Quest'ultima configurazione di valore, sulla base delle informazioni acquisite, è stata stimata analiticamente nell'ambito del parere di congruità del Prof. Tiscini. Nello specifico, i benefici che si otterrebbero a seguito dell'acquisizione, addizionali rispetto a quelli assunti ai fini della stima del valore intrinseco (e del valore di mercato) ammontano a circa Euro 15,1 milioni, nella prospettiva soggettiva di GHC e pertanto tenendo conto del suo costo del capitale.

L'applicazione dei criteri di stima ha condotto all'ottenimento dei seguenti valori di investimento (importi in euro migliaia).

	DCF	DCF (no lack of marketability)	EV/EBITDA 2023 adj.	EV/EBITDA 2023-2025 adj.	EV/EBITDA 2026-2027 adj.
<b>Valore intrinseco e di mercato</b>	<b>35.326</b>	<b>53.104</b>	<b>30.062</b>	<b>40.947</b>	<b>53.186</b>
<b>Valore di investimento</b>	<b>47.718</b>	<b>68.185</b>	<b>45.143</b>	<b>56.029</b>	<b>68.267</b>

Tutti i predetti valori esprimono congrui valori di acquisizione, nella configurazione del valore d'investimento, ai quali l'operazione è conveniente per la società acquirente, trovando remunerazione nelle sinergie e nei benefici addizionali attesi dall'integrazione.

Ai fini dell'interpretazione di tali risultati, deve tenersi conto che, nella prospettiva soggettiva di GHC, il costo del capitale di gruppo beneficia della quotazione in borsa e le capacità manageriali del gruppo consentono di valorizzare la prevista riorganizzazione dell'area cuore.

Ciò implica che, all'interno del *range* complessivo di valori congrui sopra identificato, i valori d'investimento più rilevanti ai fini del processo decisionale possano identificarsi nella parte alta del *range*, tra Euro 56,0 milioni ed Euro 68,3 milioni.

#### 4.3 - Correttezza sostanziale dell'Operazione

In merito alla correttezza sostanziale dell'Operazione, il Comitato OPC ritiene sussistente la correttezza sostanziale delle condizioni giuridiche dell'Operazione. A tale proposito, è possibile rilevare quanto segue: (i) secondo quanto previsto dalla procedura di gara indetta dal liquidatore di Aurelia 80, le condizioni giuridiche inerenti al Contratto Preliminare non risultano essere negoziabili; (ii) cionondimeno, e fermo quanto si preciserà nel prosieguo, non si ravvisano, dal punto di vista giuridico, clausole anomale o difformi rispetto a quelle generalmente utilizzate per operazioni aventi caratteristiche similari.

Tanto chiarito, appare ad ogni modo opportuno ricordare che, ai sensi del Contratto Preliminare, Aurelia 80 non rilascerà alcuna dichiarazione e garanzia relativa alle situazioni patrimoniali e al *business* dell'Azienda e delle Controllate (e delle controllate indirette), al rispetto delle previsioni di legge e regolamentari applicabili, né rispetto ad eventuali contenziosi (tanto in essere quanto potenziali), secondo il principio del c.d. "visto e piaciuto". Anche avuto riguardo alle dichiarazioni e garanzie rilasciate (le c.d. dichiarazioni e garanzie "fondamentali"), è espressamente escluso dal Contratto Preliminare che la loro violazione possa dar luogo ad indennizzi o ad un aggiustamento del prezzo. Tale impostazione si fonda sulla scelta del liquidatore di Aurelia 80 di semplificare la relativa procedura, al fine di accelerarne la chiusura, evitando ogni sorta di possibile pendenza.

Con riferimento a tale specifico aspetto, si deve osservare che, sebbene nella prassi negoziale nel settore *m&a* non risulti ricorrente il mancato rilascio, da parte del venditore, di dichiarazioni e garanzie (ulteriori rispetto a quelle c.d. "fondamentali"), tale circostanza può trovare, tuttavia, una sua giustificazione nel contesto del

procedimento di liquidazione. Tanto considerato, siffatto profilo è stato comunque preso in considerazione, anche sulla base degli esiti dell'attività di *due diligence* (attraverso i quali la Società ha potuto prendere contezza di eventuali rischi futuri legati all'Operazione), nell'indicazione del prezzo massimo che GHC potrà offrire in sede di presentazione dell'eventuale offerta vincolante (vedi *supra*, par. 4.2).

Inoltre, come in precedenza evidenziato (v. *supra*, par. 1.2), il Contratto Preliminare prevede, in particolare, una manleva che, opera anche a favore dei soci di Aurelia 80, tra cui sono ricompresi il Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo ed il Prof. Mariano Garofalo: siffatta manleva si fonda anch'essa sull'assetto contrattuale non negoziabile predisposto dal liquidatore.

Quanto al procedimento seguito, al fine di giungere alla deliberazione in merito alla presentazione dell'offerta di acquisto vincolante, il Comitato OPC ritiene che il processo seguito sia stato adeguato e coerente con le prescrizioni della Procedura OPC e del Regolamento Consob OPC. In particolare, come già evidenziato nel precedente Paragrafo 3:

- (i) sono state correttamente applicate le regole in tema di "*competenza decisionale*" e sull'*iter* istruttorio delle operazioni di maggiore rilevanza; il percorso seguito da GHC ha quindi rispettato le disposizioni normative e regolamentari applicabili in materia;
- (ii) il Comitato OPC è stato coinvolto nella fase istruttoria relativa all'Operazione, mediante un flusso informativo completo ed aggiornato relativo all'Operazione, idoneo ad assicurare al medesimo gli elementi di valutazione necessari al fine di esprimere il presente Parere;
- (iii) il Comitato OPC ha avuto la possibilità di interloquire con i soggetti incaricati dalla Società di effettuare le valutazioni necessarie al fine della presentazione dell'offerta vincolante, potendo richiedere tutte le necessarie informazioni e formulare le proprie osservazioni, acquisendo ogni documentazione rilevante;
- (iv) il Comitato OPC è stato supportato nell'analisi dell'Operazione dal Prof. Tiscini e dal Prof. Avv. Umberto Tombari, selezionati in ragione del possesso dei requisiti di indipendenza, professionalità e competenza.

## 5. - Conclusioni

Dopo un'istruttoria completa ed approfondita, valutati i documenti e le informazioni ricevute, ritenuto che la documentazione relativa all'Operazione è accurata e il processo ad essa sottostante è caratterizzato da un elevato grado di tracciabilità, il Comitato OPC:

- (i) avendo rilevato che l'Operazione è qualificabile come operazione con parti correlate di "maggiore rilevanza";
- (ii) avendo verificato che sussiste l'interesse di GHC al compimento dell'Operazione;
- (iii) avendo altresì verificato che sussistono i requisiti della convenienza e della correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione;

all'esito della propria riunione del 13 luglio 2023 rilascia all'unanimità il proprio parere favorevole al compimento dell'Operazione e, quindi, alla delibera, da parte del Consiglio di Amministrazione di GHC, in merito alla presentazione dell'offerta vincolante al liquidatore, per un prezzo massimo pari ad Euro 68,3 milioni.

Il presente Parere assume e presuppone che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del suo rilascio non subiscano modificazioni sostanziali e che non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei ad incidere sulle valutazioni cui è stato chiamato il Comitato OPC.

13 luglio 2023



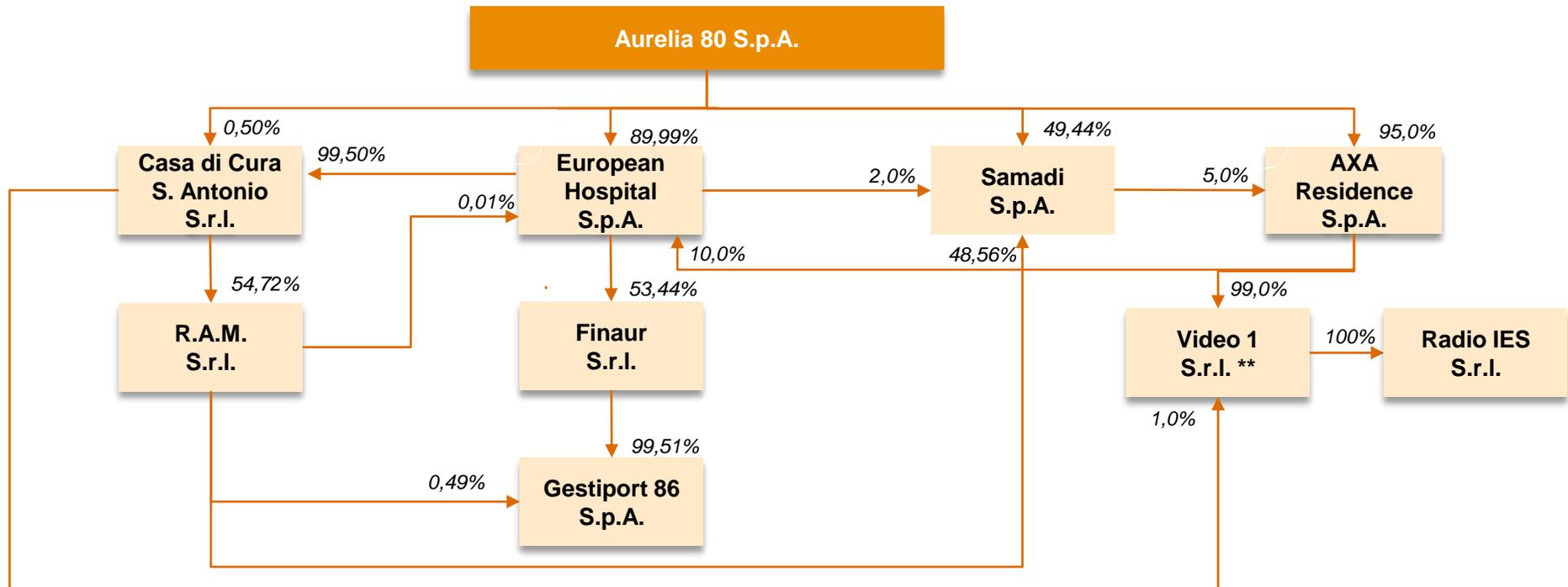
La Presidente

Dott.ssa Franca Brusco

Allegati:

- Allegato 1 - Schema Gruppo Aurelia 80;
- Allegato 2 - *Fairness opinion* resa dal Prof. Riccardo Tiscini.

## Allegato 1 - Schema Gruppo Aurelia 80



**Allegato 2 - *Fairness Opinion* resa dal Prof. Riccardo Tiscini**



**Parere di congruità del prezzo di acquisizione a  
supporto del processo deliberativo di Garofalo  
Health Care S.p.A. nell'ambito  
della procedura di vendita indetta dalla  
Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione**

Luglio 2023

**PROF. RICCARDO TISCINI**  
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE  
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

---

Spettabile  
Garofalo Health Care S.p.A.  
Piazzale delle Belle Arti, 6  
00196 Roma  
Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

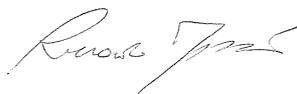
Spettabile Società ed Egregi Signori,  
come da incarico conferito in data 20.06.2023, il sottoscritto Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università Mercatorum di Roma e Professore a contratto presso l'università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25 novembre 1999, con studio in Roma, Via Giovanni Paisiello 24, allega il presente parere di congruità del prezzo di acquisizione a supporto del processo deliberativo di Garofalo Health Care S.p.A. nell'ambito della procedura di vendita indetta dalla Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione.

Le analisi contenute nel presente documento sono state sviluppate sulla scorta della documentazione condivisa da Garofalo Health Care S.p.A. e di quella pubblicamente disponibile.

Il presente lavoro è stato completato in data 12 luglio 2023.

Nel rimanere a disposizione per qualsiasi chiarimento, Vi porgo i miei migliori saluti.

Prof. Riccardo Tiscini



## 1. Premessa e finalità del parere

Il Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Universitas Mercatorum di Roma e Professore a contratto di Financial Reporting e Performance Measurement presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25.11.1999, con studio in Roma, Via Giovanni Paisiello 24, ha ricevuto dalla Garofalo Health Care S.p.a. (di seguito anche "GHC" o "Garofalo Health Care") l'incarico di redigere il presente parere di congruità del prezzo di acquisizione a supporto del processo deliberativo per la potenziale acquisizione del Lotto n.1, nell'ambito della procedura di vendita indetta dalla Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione (di seguito anche "Aurelia 80" o "Società"). Il parere di congruità è redatto in conformità al Regolamento Operazioni con Parti Correlate ("Regolamento OPC") di GHC.

Sulla base della documentazione disponibile, il Lotto n.1 risulta composto da:

- Azienda "Aurelia Hospital" (anche "AH", "Aurelia 80", "Aurelia Hospital"), di cui Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione è titolare;
- le partecipazioni detenute da Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione in:
  - European Hospital S.p.A. (di seguito anche "European Hospital", "EH")
  - Samadi S.p.A. (di seguito anche "Samadi")
  - Casa di Cura S. Antonio S.r.l. (di seguito anche "Casa di Cura S. Antonio", "Casa di Cura San Antonio", "CCSA", "S. Antonio")
  - AXA Residence S.p.A. (di seguito anche "AXA", "AXA Residence").

Il presente parere di congruità comporta la stima di configurazioni di valore che rientrano nel concetto generale di valutazione economica del capitale aziendale e che richiedono l'adozione di tecniche di valutazione delle aziende e delle partecipazioni societarie.

Per valore economico del capitale s'intende quel valore generale che può essere negoziato tra un compratore e un venditore in assoluta libertà di agire e in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il "valore economico del capitale" corrisponde alla configurazione di valore c.d. del "valore intrinseco", secondo quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione). Il "valore economico del capitale", o "valore intrinseco", esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi (PIV, I.6.8). Il "valore intrinseco" dipende dalle specifiche condizioni dell'azienda e dell'ambiente in cui opera, ma non dalle variabili di mercato non giustificabili da variabili fondamentali dell'azienda. Tali variabili di mercato

---

si riflettono invece nel “valore di mercato”, che è il prezzo al quale verosimilmente l’azienda o la partecipazione potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (PIV, I.6.3).

In sede di acquisizione di aziende o partecipazioni societarie, rileva altresì il “valore d’investimento” (o “valore strategico per l’acquirente”) dell’azienda, che incorpora i benefici specifici estraibili dall’acquirente, ma non dalla generalità dei partecipanti al mercato, quali ad esempio le sinergie speciali che derivano dall’inserimento di un’azienda in uno specifico gruppo (PIV, I.6.4).

Tutte le predette configurazioni di valore rappresentano un’opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all’interpretazione professionale di una realtà complessa e della sua evoluzione prospettica.

Per la formulazione del parere di congruità deve assumersi il contesto di una ordinaria transazione di mercato tra parti indipendenti, nella quale, tuttavia, le valutazioni possono essere sviluppate in una duplice prospettiva:

(i) la prospettiva generale dei partecipanti al mercato e delle condizioni *as is* delle aziende;

(ii) la prospettiva specifica dell’acquirente e dei benefici da esso ritraibili dalle aziende con l’inserimento in un nuovo contesto imprenditoriale.

Pertanto, si procederà in questa sede a stimare il valore economico del capitale (o valore intrinseco) e il valore di mercato dell’intero perimetro degli assets inclusi nel Lotto n. 1 oggetto di cessione da parte della liquidazione di Aurelia 80 S.p.a., e pertanto delle seguenti aziende o società:

- Azienda Aurelia Hospital, di proprietà della Aurelia 80 S.p.A.
- European Hospital S.p.A.
- Samadi S.p.A.
- Casa di Cura S. Antonio S.r.l.
- AXA Residence S.p.A.

In relazione a specifiche ulteriori richieste del management di GHC, si procederà, con una separata analisi, alla stima del valore d’investimento nella specifica prospettiva dell’acquirente GHC.

La data di riferimento del parere è il 31 dicembre 2022, data della più recente situazione contabile disponibile. Tuttavia, la valutazione tiene conto anche delle informazioni disponibili sull’andamento gestionale del 2023. In tal senso, in assenza di fatti straordinari non conosciuti, i procedimenti valutativi sono idonei a esprimere valori aggiornati alla data di redazione del presente parere.

---

## 2. Ipotesi, limiti e modalità di svolgimento dell'incarico

Le conclusioni del lavoro svolto devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limitazioni:

– la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);

– tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite nella *virtual data room* allestita dalla Società nell'ambito del processo di vendita o sono state tratte da informazioni sul settore in capo a GHC o da fonti pubbliche;

– lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcuna attività di revisione contabile sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;

– i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sopra specificati sono stati assunti senza svolgere attività di riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali ed economiche dichiarate;

– la valutazione delle società rientranti nel perimetro di liquidazione del Lotto 1 del Gruppo Aurelia 80 S.p.A. viene effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2022, data della più recente situazione contabile disponibile;

– il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una promessa o una garanzia sul futuro andamento delle società;

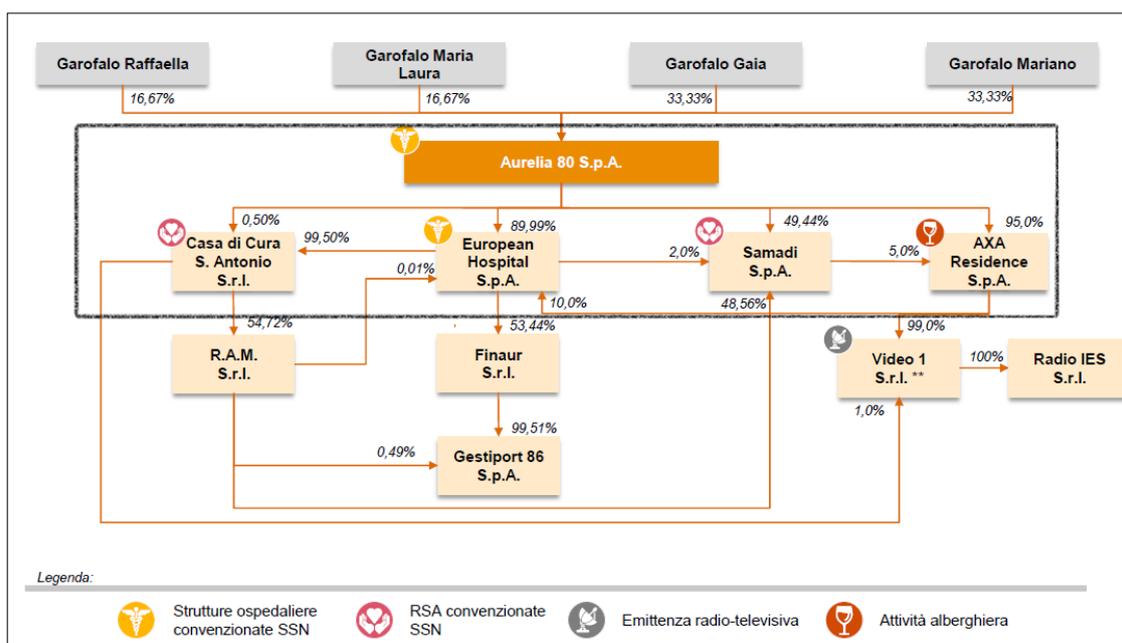
– le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;

– l'incarico è stato svolto tenendo in considerazione anche le indicazioni fornite dai Principi Italiani di valutazione (detti "PIV"), elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione).

### 3. Gli assets del Gruppo Aurelia 80 oggetto di valutazione

Le società oggetto di valutazione che fanno riferimento al “Gruppo” o al “Perimetro” *Healthcare*, nell’ambito del processo di liquidazione sono: Aurelia 80, European Hospital, Casa di Cura S. Antonio, Samadi e AXA Residence.

Si fornisce, di seguito, la composizione societaria del gruppo. Il quadrante indicato in nero rappresenta il Perimetro oggetto di liquidazione.



### 4. Il contesto valutativo

La valutazione degli assets aziendali oggetto del perimetro del Lotto n. 1 in vendita nell’ambito della liquidazione di Aurelia 80 S.p.A. (Aurelia Hospital, European Hospital, Samadi, Casa di Cura S. Antonio e AXA Residence) è funzionale alla formulazione di un giudizio di congruità dell’offerta che GHC ha intenzione di proporre per il predetto lotto.

Il presente parere è reso anche a supporto dei compiti del Comitato Operazioni Parti Correlate ai sensi della procedura relativa alle operazioni con parti correlate adottata dalla GHC in conformità con quanto indicato al riguardo dalla Comunicazione CONSOB n. DEM/10078683 del 24.09.2010.

Nelle operazioni con parti correlate, l’interesse primario oggetto di tutela è che la transazione si svolga in modo trasparente e corretto sotto il profilo sostanziale e procedurale, perseguendo l’interesse societario e non diversi interessi confliggenti che potrebbero sussistere in virtù del fatto che la transazione non è tra parti indipendenti.

---

Elemento primario per la valutazione della congruità del prezzo in un'operazione tra parti correlate è, pertanto, che il prezzo si formi con modalità e in termini non dissimili da quelli cui sarebbero pervenute parti tra loro indipendenti.

Per tale ragione, la valutazione dovrebbe comportare, inizialmente, la stima di configurazioni di valore rientranti nel “valore economico”, secondo i criteri accettati dalla prassi professionale ed applicati in modo coerente.

Secondo il pensiero unanime della dottrina aziendalistica e della migliore prassi professionale, il valore economico non deve riflettere specifiche prospettive soggettive, né apprezzamenti dipendenti dalla forza contrattuale delle parti.

Tali variabili, che influenzano nella pratica i processi di negoziazione e di determinazione dei prezzi, non devono invece influire sulla valutazione del “valore economico”, caratterizzata dalla generalità, dalla neutralità e dall'astrattezza dell'ottica di valutazione.

Il valore economico, quindi, è stimato quale valore generale dell'impresa o degli *asset* oggetto di cessione, corrispondente al prezzo che potrebbe formarsi in una transazione tra parti indipendenti, in normali condizioni di mercato, tenuto conto delle sole ipotesi, limitazioni e specificità operative dell'azienda che esplicherebbero i loro effetti nei confronti della generalità dei potenziali soggetti economici.

Le stime del valore economico in occasione di cessione tra parti correlate hanno una finalità di garanzia societaria, per taluni versi assimilabile a quella delle stime espressamente previste dalla normativa civilistica nell'ipotesi di operazioni straordinarie quali conferimento, fusione, scissione. In tali ipotesi, secondo i Principi Italiani di Valutazione dell'OIV, la configurazione di valore è identificabile nel valore di mercato e nel valore intrinseco dell'azienda.

I P.I.V. definiscono:

- il valore di mercato<sup>1</sup> come “il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”;

- il valore intrinseco come quella configurazione che “esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi” (P.I.V. I.6.8).

Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco poiché (il primo) è un valore teorico di scambio che assume la prospettiva del partecipante al mercato e del massimo e miglior uso (*highest and best use*).

Invece, il valore intrinseco assume la prospettiva generale di un soggetto che detiene l'attività ed è funzione dei benefici da essa ritraibili.

---

<sup>1</sup> PIV I.6.3

---

La differenza è principalmente nelle condizioni congiunturali del mercato, che possono condurre alla formazione di prezzi sovrastimati o sottostimati rispetto al valore intrinseco. In normali condizioni di mercato e in condizioni di efficienza informativa, valore intrinseco e valore di mercato tendono ad approssimarsi.

Nel caso di acquisizioni con finalità strategiche condotte da investitori industriali con controparti indipendenti, tuttavia, il prezzo può razionalmente formarsi anche tenendo conto delle sinergie specifiche dell'acquirente, sia divisibili che indivisibili, ossia dei benefici aggiuntivi che possono essere estratti dall'azienda oggetto di acquisizione grazie all'inserimento nel contesto imprenditoriale dell'acquirente (ossia, generalmente, nel suo gruppo d'impresa).

La configurazione di valore che tiene conto di tali sinergie è il valore d'investimento, stimato nella prospettiva dell'acquirente.

I PIV definiscono il valore d'investimento come il valore che “esprime i benefici offerti da (...) un'entità aziendale al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento” (PIV, I.6.4).

Il quadro informativo per la valutazione di congruità del prezzo offerto in un'acquisizione tra parti correlate comprende anche il valore d'investimento nella prospettiva dell'acquirente (anche detto “valore strategico di acquisizione”).

Nel seguito della presente relazione, verranno brevemente presentati i metodi di valutazione delle aziende e delle partecipazioni societarie correntemente accettati dalla dottrina e dalla migliore prassi professionale.

## **5. La scelta dei metodi di valutazione**

### *5.1. Premessa sui metodi di valutazione adottati*

La regolamentazione dettata per le operazioni tra parti correlate, come detto, mira ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale del processo decisionale che conduce all'operazione, di modo che l'operazione persegua l'interesse societario con modalità e in termini non dissimili da quelli cui sarebbero pervenute parti tra loro indipendenti.

Per questo la valutazione deve basarsi, almeno in prima battuta, sulle configurazioni del valore intrinseco e del valore di mercato, che esprimono i benefici futuri attesi dalla generalità dei partecipanti al mercato e, nel secondo caso, tengono conto anche delle condizioni del mercato.

Il valore di mercato è stimato come prezzo al quale un'azienda (o una sua quota partecipativa) potrebbe essere negoziata dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (PIV I.6.3).

---

Nelle acquisizioni strategiche da parte di investitori industriali, non di rado il prezzo si forma tenendo conto anche delle sinergie specifiche dell'acquirente, per le quali quest'ultimo è disposto a pagare un prezzo superiore al valore di mercato o al valore intrinseco, riconoscendo al cedente una parte delle sinergie, più o meno ampia in funzione del potere negoziale relativo delle parti.

Poiché il fenomeno è comune nelle transazioni tra parti indipendenti, la congruità del prezzo di un'operazione tra parti correlate deve essere valutata, ove rilevante, anche alla luce dell'eventuale esistenza di tali sinergie specifiche e della loro allocabilità tra le parti in sede di fissazione del prezzo.

La valutazione economica di un'azienda, nella configurazione del valore di mercato, del valore intrinseco (o "capitale economico"), o anche del valore d'investimento, si colloca sempre in un piano a due dimensioni: la prima definita dalla consistenza patrimoniale del complesso aziendale e la seconda dalla sua attitudine a generare reddito. In presenza di aziende in funzionamento, tuttavia, la prima può considerarsi come elemento informativo complementare della seconda, che è la vera determinante del valore di un'azienda.

Ad avviso di chi scrive, non tutti i metodi discussi nel paragrafo precedente sono applicabili in maniera efficace alle fattispecie in analisi.

In particolare, poiché l'azienda è un complesso aziendale in funzionamento del quale deve essere assicurata la prosecuzione dell'attività, essa non è destinata ad una liquidazione di tipo atomistico, sicché la valutazione puramente patrimoniale non è idonea a coglierne il valore di mercato.

Il valore dell'azienda deve essere pertanto stimato considerando la sua unitarietà e tenendo conto della redditività futura.

È quindi opportuno, innanzitutto, affidare la valutazione ai metodi di attualizzazione dei risultati attesi, che sono quelli di maggiore razionalità.

Poiché la dinamica evolutiva del piano d'impresa è nella sostanza coordinata e analoga per tutte le società del Gruppo, il procedimento valutativo è il medesimo per le 4 società oggetto di valutazione operative nel business sanitario (Aurelia 80, European Hospital, Samadi, Casa di Cura S. Antonio), e differente per Axa Residence, per la quale non è stato redatto un piano d'impresa. Tenuto conto delle rilevanti interrelazioni tra le diverse società del Gruppo, che operano ad ampio spettro nell'area dei servizi sanitari, nonché dell'unitarietà di approccio del piano d'impresa, anche i rischi d'impresa delle diverse società sono ritenuti sostanzialmente equivalenti. Ciò consente di adottare un approccio unitario per la stima del tasso di attualizzazione.

Per quanto riguarda Axa Residence, società attualmente non operativa, che si trova nella situazione prevista dall'art. 2447 c.c., e che non possiede assets di valore apprezzabile diversi da quelli iscritti in bilancio, viene eseguita una stima con approccio patrimoniale, non essendovi allo stato attuale prospettive di rilancio del business e, peraltro, essendo il patrimonio netto contabile negativo.

## 5.2. Il metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di risultati attesi

Nell'ambito dei metodi di attualizzazione dei flussi di risultati attesi, il metodo finanziario è considerato, per concorde dottrina, il metodo di valutazione più "razionale", poiché in grado di catturare sia la generazione di reddito che il profilo temporale della sua conversione in liquidità.

Si ritiene quindi che la valutazione tramite attualizzazione dei flussi finanziari esprima il congruo valore di trasferimento delle società oggetto di stima (che, in normali condizioni di mercato e tra parti libere di agire, approssima anche il valore intrinseco), poiché esprime le remunerazioni generabili a favore degli investitori, sulla base delle quali si basa il processo decisionale e di *pricing* di questi ultimi.

In situazioni strutturalmente non stabilizzate, con rilevanti differenze tra redditi distribuibili e flussi monetari determinate dalla contrazione o espansione degli investimenti in capitale fisso e circolante, i PIV suggeriscono di fare ricorso ai metodi finanziari, per tenere meglio conto di tali dinamiche.

Al paragrafo III.1.32, i PIV affermano anche che le stime di tipo reddituale sono preferibilmente utilizzabili nelle situazioni aziendali stabilizzate. Il principio dispone che *"nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari"*.

Lo scrivente ritiene opportuno, in linea di principio, applicare il metodo finanziario del Discounted Cash Flow (DCF), il quale assegna un valore all'azienda in funzione dei flussi di cassa che è ragionevole attendersi si producano negli anni a venire, secondo la formula valutativa sotto richiamata.

L'applicazione di tale metodo è avvenuta nella variante *"unlevered"* o *"asset side"*, che prevede dapprima la stima del valore economico dell'attivo netto d'impresa (*enterprise value*) e la successiva somma algebrica della Posizione Finanziaria Netta.

La formula generale del DCF nella versione *asset-side* è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^T \frac{FCFO}{(1+Wacc)^t} + V_t - D$$

W = valore di mercato dell'azienda;

FCFO = flusso di cassa operativo (*operating cash flow*) atteso per l'anno t-esimo;

Wacc = tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital- WACC*);

$V_t$  = Terminal Value (valore finale), al tempo n, stimato sulla base del flusso finanziario stabilizzato;

T = orizzonte temporale di pianificazione analitica;

D = posizione finanziaria netta (indebitamento finanziario al netto delle attività finanziarie facilmente liquidabili).

---

Il metodo potrebbe essere inaffidabile nel caso di orizzonti temporali di previsione troppo limitati in quanto i flussi di cassa nel breve periodo potrebbero rappresentare distorte previsioni della capacità dell'impresa di generare *cash flow* di lungo periodo.

Tale effetto è però corretto dalla stima del *Terminal Value*, ossia del valore dell'impresa al termine dell'orizzonte di previsione analitica. Nella stima del *Terminal Value* è essenziale la distinzione tra componenti transitorie e permanenti dei flussi di cassa.

La determinazione del *Terminal Value* richiede un considerevole sforzo di normalizzazione dei risultati per esprimere un flusso proiettabile indefinitivamente oltre l'orizzonte di previsione esplicita. Tale flusso è stimato nell'ambito di una situazione stazionaria (*steady state*), in cui si verifica la sostanziale convergenza dei flussi di cassa con i flussi di reddito medio-normali.

### 5.3. *Il metodo basato sui multipli di mercato*

Oltre all'applicazione del metodo di attualizzazione dei flussi finanziari attesi, si è ritenuto opportuno applicare anche un metodo alternativo basato sui multipli di mercato, per sfruttare le informazioni rivenienti dalle evidenze del mercato e pervenire con maggiore affidabilità al valore di mercato dei complessi aziendali. In particolare, il metodo applicato è quello dei multipli di società comparabili, basato sulle quotazioni di borsa.

Il metodo dei multipli delle società comparabili, in particolare, riconosce all'azienda un valore derivato da quello attribuito dal mercato borsistico ad aziende comparabili, che è posto in relazione ad alcune grandezze contabili espressive delle caratteristiche fondamentali delle società analizzate. Tale metodo si fonda pertanto sul valore espresso dal mercato per aziende con caratteristiche simili, operanti nello stesso settore e sui medesimi mercati geografici.

## 6. **La stima del tasso di attualizzazione**

L'applicazione del metodo DCF comporta la determinazione del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, o *wacc*), al fine di stimare i flussi attesi attualizzati e il *Terminal Value*.

Il costo medio ponderato del capitale è pari al rendimento medio normale atteso dagli investitori in aziende operanti nello stesso settore ed aventi un profilo di rischiosità specifica (influenzato dal grado di indebitamento, dal grado di leva operativa, dal posizionamento competitivo, dall'intensità delle minacce, ecc.) simile ai complessi aziendali oggetto di valutazione.

In altre parole, tale tasso è pari al rendimento medio che il capitale avrebbe in investimenti alternativi a parità di rischio (cosiddetto "tasso opportunità").

Poiché il procedimento esprime il valore economico sulla base di flussi finanziari

di natura operativa, al lordo della remunerazione dei finanziamenti esterni, il costo medio ponderato del capitale dovrà essere necessariamente una media ponderata del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di rischio e del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di credito.

In formula si ha:

$$wacc = k_e * \frac{E}{E + D} + k_d * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

dove:

- wacc = costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*);
- $k_e$  = tasso equo di redditività del capitale di rischio;
- $E/E+D$  = peso del capitale di rischio sul capitale investito;
- $k_d$  = costo medio del capitale di credito;
- $D/E+D$  = peso dei debiti finanziari sul capitale investito;
- $t$  = tax rate

La stima del costo medio ponderato del capitale richiede, dunque, la stima di due componenti:

1. il tasso equo di redditività del capitale di rischio;
2. il costo medio dei debiti finanziari.

Il costo medio ponderato del capitale è calcolato *after-tax*, coerentemente con la configurazione di flusso da considerare.

### 6.1. Il tasso equo di redditività

Per la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio, si è utilizzata una metodologia che utilizza informazioni di mercato, quali il CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Gli elementi che compongono il tasso equo di redditività, secondo il “modello CAPM” possono essere così individuati:

- tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso puro);
- premio al rischio di mercato;
- premio al rischio di settore, ottenuto tramite il parametro  $\beta$ ;
- premio al rischio d’azienda.

La formula per la costruzione del tasso è, in sintesi, la seguente:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta + s + 1$$

dove:

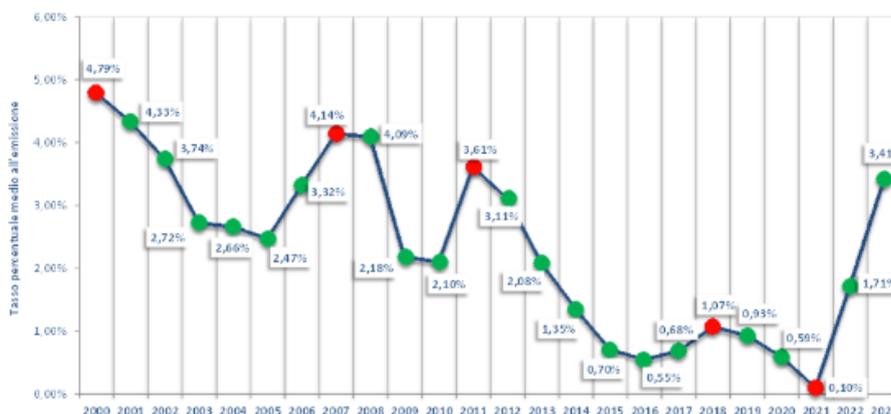
$r_f$  = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

$r_m$  = rendimento medio del mercato azionario;

$\beta$  = indice della volatilità, e quindi della rischiosità, di un titolo o di un portafoglio di titoli dello stesso settore;

$s + 1$  = premio al rischio d'azienda per ridotta dimensione e/o illiquidità.

Il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio è fatto pari ai rendimenti lordi all'emissione dei titoli di Stato italiani emessi nel 2023, la cui duration media è di circa 6,5 anni (media ponderata per i quantitativi)<sup>2</sup>. Il rendimento effettivo lordo di tali titoli emessi nel 2023 è pari a 3,41%, come si evince dal grafico sottostante.



Il premio al rischio di mercato è stato stimato da numerosi studi sulla base di osservazioni, su periodi molto lunghi (10-30 anni), dei rendimenti azionari eccedenti il rendimento dei titoli di stato.

Per la realtà italiana tale premio al rischio è stimato in una misura pari al 5,94%<sup>3</sup>.

Il premio al rischio di settore può essere stimato come media dell'indice  $\beta$  delle aziende quotate comparabili del settore "Healthcare and social assistance". La determinazione del campione ha previsto l'estrazione dalle banche dati Bloomberg e Refinitiv Eikon delle principali aziende operanti nel business "Healthcare and social

<sup>2</sup> Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, [https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici). La durata media dei titoli emessi nel 2023 è pari a circa 6,5 anni; fonte Banca d'Italia.

<sup>3</sup> Damodaran, 2023.

assistance”<sup>4</sup>. In seguito, lo scrivente ha analizzato singolarmente i *business model* delle società, ed ha ristretto il campione alle società ritenute più comparabili in termini di modello di business, eliminando altresì le società con dato non disponibile<sup>5</sup>.

La media e la mediana del *beta* delle aziende selezionate sono molto vicine, confermando l’omogeneità del campione.

Società	Unlevered beta
Garofalo Health Care SpA	0,15
Clariane SE	0,33
Ambea AB	0,25
LNA Sante SA	0,07
Fresenius Medical Care AG & Co KGaA	0,33
Ramsay Generale de Sante SA	0,01
Fresenius SE & CO KGaA	0,51
RHOEN-KLINIKUM AG	0,11
Attendo AB	0,27
Limes Schlosskliniken AG	0,28
Mediclin AG	0,09
Athens Medical Center SA	0,44
<b>MEDIA</b>	<b>0,24</b>
<b>MEDIANA</b>	<b>0,26</b>

Considerando la dispersione dei valori della distribuzione, il campione non è stato raffinato escludendo eventuali *outliers*.

Può quindi assumersi ai fini della stima un Beta *unlevered* mediano di settore pari a 0,26.

Il dato è superiore a quello osservato per GHC, ma lo scrivente ritiene che la differenza esprima correttamente le differenze nella rischiosità azionaria dei due gruppi.

Da tale dato è possibile calcolare, tramite la formula di Hamada<sup>6</sup>, il beta *levered* riferito alle aziende incluse nel perimetro del Lotto n.1, pari a 0,43, tenendo in considerazione sia l’effetto fiscale pari al 28,82%<sup>7</sup> che la struttura finanziaria consolidata, come rappresentata dall’ultimo bilancio consolidato disponibile del Gruppo Aurelia 80 al 31.12.2021 (con un D/E pari a 0,90 come indicato nella tabella sottostante).

Si ritiene che tale coefficiente beta sia idoneo a esprimere la rischiosità di tutte le aziende oggetto di valutazione, poiché esse presentano combinazioni rischio-rendimento

<sup>4</sup> Fonti: settore “Bloomberg”.

<sup>5</sup> Fonte: Bloomberg. Il dato estratto è il beta unlevered dell’ultimo anno.

<sup>6</sup> In questo caso, cambiando il parametro ricercato (non più beta unlevered ma beta levered), la formula utilizzata è:

$$Beta\ levered = Beta\ unlevered * (1 + (1 - tax\ rate) * \frac{D}{E})$$

<sup>7</sup> IRES pari a 24% e IRAP 4,82%.

fortemente correlate, operando in un unico settore di riferimento e nell'ambito del medesimo gruppo (importi in euro migliaia).

I predetti parametri consentono la stima del *cost of equity* medio per le società quotate comparabili pari a 5,94%, come indicato analiticamente nella tabella sottostante.

<b>Struttura finanziaria</b>	
PFN	17.068
Patrimonio netto	18.997
D/E	0,90
E/D+E	52,67%
D/D+E	47,33%

<b>Cost of equity (K<sub>e</sub>)</b>	
Risk-free rate (R <sub>f</sub> )	3,41%
Market risk premium	5,94%
Beta unlevered	0,26
Beta levered	0,43
<b>Cost of equity (K<sub>e</sub>)</b>	<b>5,94%</b>

Inoltre, si è tenuto in considerazione della ridotta dimensione delle aziende e della carenza di liquidabilità dell'investimento azionario nella determinazione del *cost of equity* per le società del Gruppo Aurelia 80. In coerenza con diversi studi scientifici<sup>8</sup>, e in considerazione del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai *comparables* sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore) una ulteriore maggiorazione per premio al rischio che tenga conto della ridotta dimensione e della carenza di negoziabilità.

Il premio al rischio per ridotta dimensione è stimato pari a 1,92 punti percentuali, sulla base di studi empirici che stimano detto premio in considerazione della differenza tra i rendimenti attesi di società di diversa dimensione, comparando nello specifico la dimensione della società oggetto di valutazione con la dimensione media delle società comparabili utilizzate per la stima del costo del capitale<sup>9</sup>.

<b>CRSP Deciles Size Premium<sup>3</sup></b>				
Decile	Market Capitalization of Smallest Company (in millions)		Market Capitalization of Largest Company (in millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Mid-Cap 3-5	\$2,392.689	–	\$10,711.194	1.02%
Low-Cap 6-8	569.279	–	2,390.899	1.75
Micro-Cap 9-10	2.516	–	567.843	3.67

<sup>8</sup> U.S. Guide to Cost of Capital. 2017 Valuation Handbook- Market results throught 2016.

<sup>9</sup> Studio Duff & Phelps – 2017 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital.

In particolare, tale valore è calcolato come il differenziale tra:

- il premio al rischio medio di società aventi dimensione comparabile a quella delle società del gruppo complessivamente considerate, appartenente alle c.d. “micro-cap” (9°-10° decile) e pari a 3,67%<sup>10</sup>;
- il premio al rischio medio delle società aventi dimensione media analoga a quella delle comparabili incluse nel campione, riferita al valore medio della capitalizzazione di mercato (*market capitalization*) al 31.12.2022, che si colloca nelle c.d. “low-cap” (6°-8° decile), corrispondente a un premio al rischio medio di 1,75%<sup>11</sup>.

Ne deriva uno small size premium del 1,92%.

	Decile	Market cap (000)	Size premium
Comparables	Low-Cap 6-8	1.335.348	1,75%
Gruppo Aurelia	Micro-Cap 9-10	32.211	3,67%

<b>Delta</b>	<b>1,92%</b>
--------------	--------------

Inoltre, poiché il campione di *comparables* considerate per la stima del beta comprende società quotate, si è tenuto conto dell’effetto della carenza di liquidabilità dell’investimento in società non quotate rispetto a quello in società quotate. La letteratura<sup>12</sup> ha studiato l’esistenza degli «sconti per illiquidità», pervenendo a quantificazioni con ampia variabilità, comprese tra il 15% ed il 43%. Nel caso di specie, tenendo conto dell’interesse del mercato per le imprese operanti nel campo del “Healthcare and social assistance”, lo scrivente ritiene equo uno sconto per illiquidità del 20% sul valore, che corrisponde a una maggiorazione del tasso del 25%<sup>13</sup>. Applicando tale maggiorazione al tasso del 7,86%, si ottiene un premio al rischio di illiquidità di 1,97% punti percentuali, che conduce ad un *cost of equity* del 9,83%.

<sup>10</sup> Come indicato negli studi di Duff&Phelps – 2017 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital. I dati sono allineati a quanto indicato, in termini di aumenti del beta, nel report “Valuation handbook – International guide to cost of capital” 2022 – Summary edition – Kroll – CFA Institute Research Foundation.

<sup>11</sup> Come indicato negli studi di Duff&Phelps -2017 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital. I dati sono allineati a quanto indicato, in termini di aumenti del beta, nel report “Valuation handbook – International guide to cost of capital” 2022 – Summary edition – Kroll – CFA Institute Research Foundation.

<sup>12</sup> S. P. Pratt, R.J. Grabowski (2010). *Cost of Capital*. Wiley.

<sup>13</sup> Tale valore è calcolato applicando la formula:  $[1/(1-sconto\ illiquidità)]-1$

<b>Cost of equity (Ke)</b>	
Risk-free rate (Rf)	3,41%
Market risk premium	5,94%
Beta unlevered	0,26
Beta levered	0,43
Small size premium	1,92%
<b>(K<sub>e</sub>) ante lack of marketability premium</b>	<b>7,86%</b>
Lack of marketability premium	1,97%
<b>(K<sub>e</sub>)</b>	<b>9,83%</b>

### 6.2. *Il costo medio ponderato del capitale*

Determinato così il tasso equo di redditività del capitale di rischio, è possibile stimare il costo medio ponderato del capitale, sulla base delle seguenti ulteriori assunzioni fondamentali riguardanti il costo del debito e la struttura finanziaria.

Il costo d'indebitamento al lordo dell'imposizione fiscale è stato stimato sulla base del costo delle aziende operanti nel settore "Healthcare and social assistance", ossia le medesime utilizzate per la stima del *beta* (Fonte: Bloomberg).

<b>Società</b>	<b>Cost of debt (pre tax)</b>
Garofalo Health Care SpA	5,2%
Clariane SE	4,1%
Ambea AB	3,6%
LNA Sante SA	4,3%
Fresenius Medical Care AG & Co KGaA	4,2%
Ramsay Generale de Sante SA	4,8%
Fresenius SE & CO KGaA	3,6%
RHOEN-KLINIKUM AG	3,0%
Attendo AB	2,1%
Orpea SA	5,3%
Spire Healthcare group	6,7%
Euroespes SA	3,7%
Limes Schlosskliniken AG	3,1%
United Medical Group Cy Plc	14,9%
MedNation AG	n.d.
Mediclin AG	3,4%
EMC Instytut Medyczny SA	9,2%
Athens Medical Center SA	6,5%
<b>MEDIA</b>	<b>5,2%</b>
<b>MEDIANA</b>	<b>4,2%</b>

La media e la mediana del costo del debito delle aziende selezionate sono abbastanza differenti, dimostrando che si tratta di un campione non del tutto omogeneo. Considerando, quindi, la dispersione dei valori della distribuzione, il campione è stato

raffinato escludendo eventuali *outliers*. Nello specifico, sono stati eliminati tutti quei valori con una differenza rispetto alla media (pari a 5,2% ante eliminazione *outliers*) pari a +/- 80%.

Di seguito si riporta il campione depurato per gli *outliers*, da cui si evince una sostanziale prossimità tra la media e la mediana.

Società	Cost of debt (pre tax)
Garofalo Health Care SpA	5,2%
Clariane SE	4,1%
Ambea AB	3,6%
LNA Sante SA	4,3%
Fresenius Medical Care AG & Co KGaA	4,2%
Ramsay Generale de Sante SA	4,8%
Fresenius SE & CO KGaA	3,6%
RHOEN-KLINIKUM AG	3,0%
Attendo AB	2,1%
Orpea SA	5,3%
Spire Healthcare group	6,7%
Euroespes SA	3,7%
Limes Schlosskliniken AG	3,1%
Mediclin AG	3,4%
EMC Instytut Medyczny SA	9,2%
Athens Medical Center SA	6,5%
<b>MEDIA</b>	4,5%
<b>MEDIANA</b>	4,1%

Il costo del debito medio del campione è quindi fatto pari alla mediana del 4,1%. Poiché tuttavia il campione comprende aziende di dimensione mediamente maggiore rispetto a quelle non oggetto di valutazione, si considera uno *spread* aggiuntivo di 2 punti percentuali per la stima del costo di indebitamento, in ragione della correlazione inversa tra dimensione e merito di credito.

Detto dato è stato poi ridotto in considerazione dell'effetto fiscale.

Cost of debt comparables	
Cost of debt pre tax - Bloomberg	4,15%
Spread	2,00%
Effetto fiscale	28,82%
<b>Cost of debt after tax</b>	<b>4,38%</b>

Quanto alla struttura finanziaria, si ritiene opportuno assumere quella effettiva delle società del Gruppo, tenuto conto che si tratta di una struttura finanziaria equilibrata e che in una prospettiva *as is* il Gruppo non ha la capacità finanziaria per modificarla significativamente. Poiché nei gruppi di società la gestione finanziaria è generalmente centralizzata, si assume la struttura finanziaria del Gruppo Aurelia 80 su base consolidata, risultante dall'ultimo bilancio consolidato disponibile (al 31.12.21), che esprime

adeguatamente la struttura finanziaria target del Gruppo *as is*, in assenza di significative modificazioni successive alla predetta data.

Sotto le predette ipotesi, e tenendo conto della struttura finanziaria dell'intero complesso aziendale oggetto di stima (52,67% di Patrimonio Netto e al 47,33% di Debiti Finanziari), il costo medio ponderato del capitale assume un valore pari al 7,25% come di seguito illustrato:

<b>Struttura finanziaria</b>	
PFN	17.068
Patrimonio netto	18.997
D/E	0,90
E/D+E	52,67%
D/D+E	47,33%
<b>Wacc After-Tax</b>	
Cost of Equity after tax	9,83%
Cost of Debt after tax	4,38%
E/D+E	52,67%
D/D+E	47,33%
<b>Wacc After Tax</b>	<b>7,25%</b>

## **7. La valutazione degli assets di Aurelia 80 in base al metodo di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (“Discounted Cash Flow Model”)**

La valutazione di Aurelia Hospital e delle partecipazioni in European Hospital, Samadi e Casa di Cura S.Antonio con il *Discounted Cash Flow Model* (DCF) è compiuta attualizzando i flussi finanziari attesi, sulla base delle prospettive di risultato formulate dallo scrivente sulla base del Piano Aziendale (“**Piano**”) come risultante dal Business Plan 2023-2027 PWC Project Clinic disponibile in *data room* (“Business Plan”), opportunamente rettificato dallo scrivente mediante informazioni acquisite dal management o dalle analisi svolte.

Il Piano del Gruppo Aurelia 80 copre il periodo prospettico 2023 – 2027.

Alle previsioni del Business Plan sono state effettuate due ordini di rettifiche:

(i) rettifiche “di perimetro”, dovute alla riclassificazione di alcuni effetti non inerenti alla gestione operativa, che conseguentemente non devono influenzare il cash flow operativo nel DCF unlevered;

(ii) rettifiche “di miglioramento rispetto al Business Plan”, considerando ove opportuno informazioni più aggiornate circa l’andamento presente e futuro del complesso

---

aziendale, ottenute a seguito di interlocuzioni con il management di Garofalo Health Care e mediante ulteriori analisi dello scrivente.

Tali rettifiche di miglioramento rispetto al Business Plan derivano da ulteriori circostanze valutate dal management e analizzate dallo scrivente, che assumono rettifiche di costi e ricavi rispetto al Business Plan 2023-2027 PWC Project Clinic del Gruppo Aurelia 80, in ragione principalmente di assunzioni che nel Business Plan sono effettuate in continuità con il recente passato (influenzato da rilevanti fattori congiunturali), per le quali l'andamento corrente del mercato sta dimostrando il conseguimento, o comunque la ragionevole conseguibilità, di andamenti con effetto finale più favorevole.

Il flusso finanziario dello *Steady State* è quello generabile indefinitamente nel tempo dopo l'orizzonte di previsione analitica e deriva da assunzioni gestionali stabilizzate, tipiche di una situazione stazionaria.

Il flusso finanziario medio normalizzato nella situazione stazionaria è stimato pari al flusso reddituale atteso per l'anno 2027, dato dall'EBIT al netto delle imposte, tenuto altresì conto delle rettifiche al Piano. In tal modo si assume infatti uguaglianza tra ammortamenti e Capex, e variazioni nulle di capitale circolante e fondi.

L'applicazione del metodo finanziario utilizzato prevede, nella formulazione proposta, la somma algebrica dei valori attuali: (i) del flusso di cassa nell'orizzonte di previsione analitica, stimato sulla base delle assunzioni del Piano 2023-2027 e (ii) per il periodo successivo, del *Terminal Value*.

I flussi di cassa dell'orizzonte di previsione sono attualizzati al WACC.

Il *Terminal Value* è stato stimato prendendo in considerazione la situazione di *Steady State*.

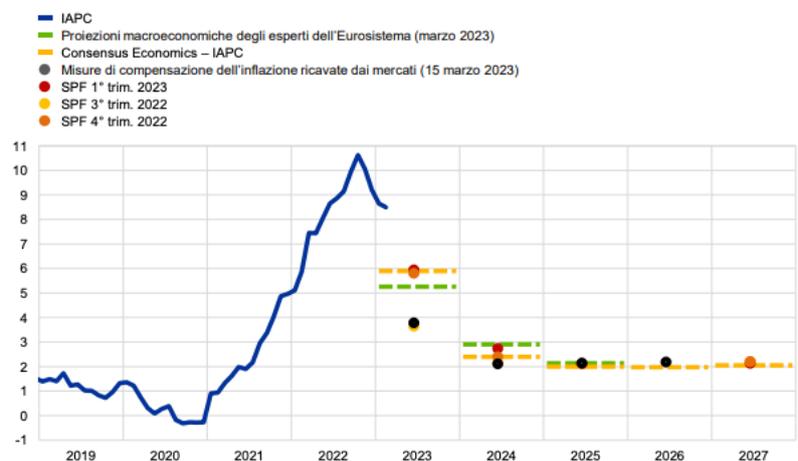
Il FCFO (Free Cash Flow From Operations, nella versione *adjusted*) dello *Steady State*, costante in termini reali, è assunto crescente in termini nominali, con un tasso di crescita (indicato con la variabile  $g$ ), del 2%<sup>14</sup>, desunto dalle aspettative di inflazione della BCE nel medio-lungo termine.

---

<sup>14</sup> Report BCE 2/2023 (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2023/bol-eco-2-2023/bolleco-BCE-2-2023.pdf>)

### Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dalle indagini e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) (primo trimestre del 2023), Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2023 ed elaborazioni della BCE.

Il Terminal Value è stato poi attualizzato al WACC.

La formula riportata di seguito riassume quanto appena illustrato:

$$V_t = \frac{\frac{FCFO_{t+1}}{(wacc - g)}}{(1 + wacc)^{t+1}}$$

Per ottenere la stima del valore economico del patrimonio netto, al valore attuale dei flussi attesi nell'orizzonte di previsione analitica e del Terminal Value, che esprime il valore economico del capitale investito operativo netto (c.d. Enterprise Value), devono essere sommati algebricamente:

(i) i *surplus asset*, ossia degli elementi patrimoniali non pertinenti allo svolgimento dell'attività operativa aziendale (che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi poiché ritenuti non strumentali all'esercizio dell'azienda e pertanto soggetti a valutazione autonoma);

(ii) le passività potenziali, relative a rischi ritenuti possibili e come tali non appostati in bilancio;

(iii) la posizione finanziaria netta, ossia i debiti finanziari al netto della liquidità.

La valutazione di Axa Residence non può essere compiuta con il *Discounted Cash Flow Model* (DCF), poiché attualmente la società è nella situazione prevista dall'art. 2447 c.c., non possiede assets di valore apprezzabile diversi da quelli iscritti in bilancio, non è operativa nell'esercizio di un'attività d'impresa, né vi sono allo stato attuale prospettive di rilancio del business o plusvalori inespresi in bilancio.

La stima è pertanto compiuta sulla base del metodo patrimoniale, che può correttamente esprimere il valore dell'azienda in tale contesto imprenditorialmente statico.

## 8. Sintesi delle valutazioni con i metodi fondamentali

Sulla base dei procedimenti illustrati, si è ottenuta, da prima, la stima degli Equity Value del complesso aziendale Aurelia Hospital e del 100% del capitale delle società partecipate European Hospital, Samadi, Casa di Cura S. Antonio e Axa Residence.

Successivamente, considerando le quote in capo ad Aurelia 80 S.p.A. delle partecipazioni oggetto di vendita (si ricorda che Aurelia Hospital è un ramo d'azienda), come di seguito rappresentate:

European Hospital S.p.A.	90,0%
Samadi S.p.A.	49,4%
Casa di Cura S. Antonio S.r.l.	0,5%
AXA Residence S.p.A.	95,0%

si è ottenuta la stima dell'Equity Value delle singole partecipazioni e del complesso aziendale Aurelia Hospital pari complessivamente a 35.326 euro migliaia.

La valutazione di cui sopra sconta un costo del capitale che incorpora un premio per carenza di negoziabilità dell'investimento poiché, come meglio *supra* precisato, gli assets del Gruppo Aurelia 80 non sono rappresentati da titoli quotati.

I partecipanti al mercato potenziali acquirenti di tali assets, tuttavia, possono anche essere società quotate, o facenti parte di gruppi quotati, che beneficiano mediante l'accesso al mercato dei capitali di una riduzione del costo del capitale.

Sempre in una prospettiva generale, pertanto, è rilevante valutare l'effetto sul valore della riduzione del costo del capitale conseguente alla quotazione in borsa del potenziale investitore.

A tal fine, lo scrivente ha effettuato tutte le valutazioni fin qui condotte anche nella prospettiva di un investitore quotato in borsa, che beneficia dell'assenza del premio per illiquidità dell'investimento.

Il tasso di attualizzazione Wacc ne risulterebbe così modificato.

<b>Wacc After-Tax</b>	
Cost of Equity after tax	7,86%
Cost of Debt after tax	4,38%
E/D+E	52,67%
D/D+E	47,33%
<b>Wacc After Tax</b>	<b>6,21%</b>

Di conseguenza, il valore ottenuto con il metodo del DCF sarebbe pari a 53.104 euro migliaia.

La stima mediante il metodo DCF restituisce pertanto un Equity Value degli assets inclusi nel Lotto 1 compreso tra euro 35,3 milioni ed euro 53,1 milioni.

Il range è giustificato dalla significativa riduzione del costo del capitale garantita dall'accesso al mercato borsistico, che consente agli operatori quotati una maggiore competitività nell'allocazione del capitale, riducendo la soglia del rendimento atteso al quale l'investimento è conveniente, e conseguentemente aumentando il valore intrinseco a parità di flussi di cassa.

## **9. La valutazione degli assets del Gruppo Aurelia 80 in base al metodo dei multipli di mercato (“*market approach*”)**

Per la stima del valore di mercato degli assets del Gruppo Aurelia 80 oggetto di cessione da parte della liquidazione, secondo quanto previsto dalla migliore prassi professionale e per tenere conto del recente andamento del mercato, così da cogliere più compiutamente la configurazione del valore di mercato, si ritiene opportuno utilizzare anche il criterio dei multipli di mercato, con riferimento ai moltiplicatori espressi dai prezzi di borsa di società quotate comparabili dei principali mercati europei. La stima è effettuata congiuntamente per l'azienda Aurelia Hospital, e le società European Hospital, Samadi e Casa di Cura San Antonio, in quanto operano sostanzialmente nel medesimo settore (Healthcare and social assistance). Per quanto riguarda Axa Residence, per i motivi di cui sopra, non viene eseguita alcuna stima con il metodo dei multipli, non essendovi allo stato attuale un margine reddituale significativo o prospettive di rilancio del business che ne consentano l'applicazione.

Nello specifico, è stato considerato il multiplo EV/EBITDA, che è quello maggiormente impiegato nella prassi<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Che il multiplo EV/EBITDA è quello maggiormente impiegato dalla prassi è confermato dall'esperienza professionale, ma anche da taluni studi scientifici (Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. *IESE Business School*, 1, 1-13).

Per l'azienda Aurelia Hospital, e le società European Hospital, Samadi e Casa di Cura San Antonio l'analisi con il metodo dei multipli di mercato è stata effettuata su un campione che include tutte le società del settore "Healthcare and social assistance" operanti in Europa, come estratte dai database Bloomberg e Refinitiv Eikon (in n. di 23).

Delle 23 aziende in prima fase estratte dai due database, solamente 18 presentano un core business comparabile a quello delle società del Gruppo Aurelia 80 e, pertanto, solo queste ultime sono state ritenute in possesso degli idonei requisiti di comparabilità.

Per ognuna di tali società comparabili è stato derivato il multiplo EV/EBITDA *forward*<sup>1617</sup>.

Società	EV/EBITDA forward
Garofalo Health Care SpA	7,78
Clariane SE	8,16
Ambea AB	6,55
LNA Sante SA	6,76
Fresenius Medical Care AG & Co KGaA	7,89
Ramsay Generale de Sante SA	9,12
Fresenius SE & CO KGaA	7,49
RHOEN-KLINIKUM AG	5,54
Attendo AB	6,74
Orpea SA	13,09
Spire Healthcare group	8,05
Limes Schlosskliniken AG	10,94
United Medical Group Cy Plc	5,92
MedNation AG	3,22
Mediclin AG	5,95
EMC Instytut Medyczny SA	13,46
Athens Medical Center SA	8,48
<b>MEDIA</b>	<b>7,95</b>
<b>MEDIANA</b>	<b>7,78</b>

La media e la mediana dei multipli delle aziende selezionate sono pressoché uguali, confermando come si tratti di un campione omogeneo. Considerando, quindi, la dispersione dei valori della distribuzione, il campione non è stato raffinato escludendo eventuali *outliers* (tutte le differenze rispetto alla media sono inferiori dell'80%). Generalmente, i multipli di maggiore razionalità e di più diffuso impiego sono quelli basati sulla marginalità (EV/EBITDA ed EV/EBIT), in quanto in grado di restituire risultati più attendibili catturando nel multiplo l'effetto relativo alla capacità reddituale.

Tenendo conto della situazione di redditività negativa della gestione corrente registrato da alcune aziende del Gruppo nel corso degli esercizi storici più recenti, e del fatto che è in corso un processo di riorganizzazione del Gruppo stesso che porterebbe, sulla base del Piano, ad una redditività positiva nel medio termine, con il trasferimento di importanti aree produttive tra Aurelia 80 e European Hospital, l'applicazione dei multipli EV/EBITDA o EV/EBIT può restituire risultati attendibili solo considerando i valori prospettici dei margini operativi EBITDA e EBIT, che esprimono una redditività positiva.

<sup>16</sup> Il multiplo EV/EBITDA *forward* si riferisce al multiplo sull'EBITDA atteso nell'anno in corso.

<sup>17</sup> Ove il multiplo EV/EBITDA *forward* non fosse disponibile è stato considerato il multiplo EV/EBITDA al 31.12.22 (Ramsay Generale de Sante SA, Limes Schlosskliniken AG, MedNation AG, Mediclin AG, EMC Institut Medyczny SA, Athens Medical Center SA).

Gli esercizi storici più recenti, infatti, sono influenzati da fenomeni straordinari esterni (es. Covid, inflazione) o interni (stallo nella governance e liquidazione) che rendono i risultati non attendibili per la valutazione dei multipli.

Quanto all'EBITDA, nell'intento di contemperare i dati storici, che non esprimono appieno la capacità reddituale delle aziende, e i dati prospettici, che, come tali, sono caratterizzati dai rischi tipici di attuazione dei piani, soprattutto se si assumono le previsioni più distanti nel tempo, si assumono 3 situazioni diverse: (i) dato previsionale 2023; (ii) dato medio del periodo 2023-2025 (ante riorganizzazione); (iii) dato medio del periodo 2026-2027 (post riorganizzazione).

Assumendo il multiplo EV/EBITDA in una prospettiva *asset-side*, per giungere all'Equity Value è necessario sottrarre la "Posizione Finanziaria Netta", aggiungere eventuali *surplus assets* (ove esistenti), e sottrarre eventuali passività potenziali non iscritte in bilancio.

Inoltre, nell'utilizzare l'EBITDA medio 2026-2027 per Aurelia 80 occorre considerare gli investimenti di sviluppo necessari per raggiungere un tale livello di risultati, attesi nello scenario post riorganizzazione. Tali investimenti rappresentano, infatti, un fabbisogno di capitale operativo da finanziare, senza il quale il livello di EBITDA atteso non sarebbe raggiungibile<sup>18</sup>.

Il metodo è, pertanto, sintetizzato dalle seguenti formule di calcolo.

$$\text{Equity Value} = \left[ \frac{EV}{EBITDA_{forward}} \times EBITDA \right] + \text{Surplus Assets} - PFN - \text{passività potenziali}$$

Il multiplo mediano del campione ristretto alle n. 18 società comparabili è pari, come detto, a 7,78.

Occorre considerare che il valore dei multipli delle società comparabili esprime il valore di borsa delle azioni di società quotate e pertanto prezza il flottante, ossia il valore di quote per definizione di minoranza, poiché le quote di controllo non vengono negoziate correntemente sui mercati. La presente stima, invece, riguarda partecipazioni di controllo, detenute in forma diretta e/o indiretta. Il valore delle stesse, quindi, deve riflettere un premio di controllo in linea con le evidenze del mercato.

<sup>18</sup> Tale applicazione del multiplo non cattura l'effetto finanziario conseguente al fatto che gli investimenti precedono (in media di 1,5 anni) il raggiungimento dell'EBITDA a regime. L'effetto è tuttavia bilanciato dal fatto che, in tale periodo, la società è attesa generare rendimenti positivi. Di tali effetti, comunque scarsamente significativi, si è preferito non tenere conto ai fini dell'applicazione dei multipli, che rimane un esercizio utile nel catturare le evidenze del mercato, ma necessariamente approssimato nel trattare le variabili strategiche ed economico-finanziarie delle aziende.

Pertanto, al fine di determinare il valore di mercato delle partecipazioni detenute da Aurelia 80 mediante l’approccio dei multipli di mercato occorre considerare un “premio di controllo” (*control premium*), per riflettere i benefici del potere di controllo proprio dell’azionista di maggioranza. La stima del premio di controllo è soggetta a un elevato grado di incertezza estimativa, come dimostrato dall’ampio *range* di variabilità dei risultati cui pervengono diversi studi riferiti alla realtà italiana, compreso tra 8% e 44% (*range* stimato sulla base di diversi studi scientifici)<sup>19</sup>.

	Massari, Monge, Zanetti	Nicodano & Sembenelli	Dyck & Zingales	Caprio, Floreani, Radaelli	Vulpiani
Control premium (mean)	8%	27%	37%	23%	24%-44%

Sulla base di tali evidenze scientifiche, può considerarsi una media di detti premi di controllo, che può stimarsi pertanto pari al 24%<sup>20</sup>, tenuto conto che nel caso specifico non vi sono indicazioni di un valore del controllo significativamente maggiore o minore di quello medio.

Sulla base di quanto sopra, il multiplo EV/EBITDA maggiorato per il premio di controllo del 24% è pari a 9,63.

Tale multiplo medio incorpora il premio di controllo pagato nelle acquisizioni di aziende ed è pertanto coerente con le finalità della valutazione.

Quale conferma dell’attendibilità della stima, soprattutto ai fini della razionalità e della correttezza sostanziale del processo decisionale per la formulazione di un’offerta di acquisizione del perimetro del Lotto 1 di Aurelia 80, lo scrivente ha confrontato tale dato con i multipli espressi nelle acquisizioni effettivamente condotte dal Gruppo GHC nel recente passato, comunicati dal management.

Il multiplo medio delle predette acquisizioni è pari a 9,3, che significativamente conferma l’attendibilità della stima.

Considerando i *surplus assets*, la posizione finanziaria netta, le passività potenziali e i Capex di Aurelia 80, si perviene ai seguenti valori di Equity Value, per la totalità delle interessenze sui complessi aziendali *target*, corrispondenti alle 3 diverse situazioni in esame:

<sup>19</sup> Massari M., Monge V., Zanetti L., 2006, “Control Premium in Legally-Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993-2003)”, *Journal of Management & Governance*; Nicodano G., and Sembenelli A., 2004, “Private benefits, block transaction premiums and ownership structure”, *International Review of Financial Analysis* 13, 227-244; Dyck, Alexander, and Luigi Zingales, 2004A, “Private benefits of control: an international comparison”, *Journal of Finance* 2, 537-600; Caprio, Lorenzo, Alberto Floreani and Laura Radaelli, 1994, “I trasferimenti del controllo di società quotate in Italia: un’analisi empirica dei prezzi e dei risultati per gli azionisti di minoranza”, *Finanza Impresa e Mercati* 3, 335-393; Presentazione di Marco Vulpiani (membro del Consiglio di Gestione OIV e Head of Valuation Services Deloitte Financial Advisory S.r.l.) del 1 dicembre 2015 - Principi Italiani di Valutazione - Premi e sconti.

<sup>20</sup> Relativamente a Vulpiani per la media si è considerato un premio per il controllo del 24%.

- (i) dato previsionale di EBITDA 2023, euro 30,1 milioni;
- (ii) dato medio di EBITDA del periodo 2023-2025 (ante riorganizzazione), euro 40,9 milioni;
- (iii) dato medio di EBITDA del periodo 2026-2027 (post riorganizzazione), euro 53,2 milioni.

## 10. La valutazione delle interessenze sui complessi aziendali oggetto di vendita da parte di Aurelia 80 e considerazioni sulla congruità del prezzo di acquisizione

Il valore economico (nella configurazione sia del valore intrinseco che del valore di mercato, che possono considerarsi sostanzialmente allineati nel caso specifico) delle quote di interessenza oggetto di acquisizione, sulla base dei diversi metodi applicati, è di seguito rappresentato (importi in euro migliaia).

	<i>DCF</i>	<i>DCF (no lack of marketability)</i>	<i>EV/EBITDA 2023 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2023-2025 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2026-2027 adj.</i>
<b>Valore intrinseco e di mercato</b>	<b>35.326</b>	<b>53.104</b>	<b>30.062</b>	<b>40.947</b>	<b>53.186</b>

Il congruo valore economico (valore intrinseco o valore di mercato) degli *assets* compresi nel Lotto 1 oggetto di cessione può quindi stimarsi all'interno di un range compreso tra euro 30,1 milioni ed euro 53,2 milioni.

Tutti i valori compresi nel predetto range possono considerarsi congrui valori di acquisizione. Ai fini dell'apprezzamento della congruità dell'offerta per il Lotto 1 oggetto di cessione da parte di Aurelia 80, possono altresì compiersi le seguenti considerazioni.

Il valore minimo del range individuato (euro 30,0 milioni) è basato sui risultati correnti esprimibili dalle aziende del Gruppo Aurelia 80, e pertanto sottostima le prospettive di risanamento e crescita delineate dal Piano, che appare ragionevolmente conseguibile. Tale valore appare, pertanto, meno significativo per l'espressione dell'effettivo valore intrinseco (e di mercato) delle aziende oggetto di stima.

Il valore ottenuto con il metodo DCF e con il metodo dei multipli applicato ante-riorganizzazione (2023-2025) definiscono un range di equi valori di acquisizione, compreso tra euro 35,3 milioni ed euro 53,2 milioni.

Il valore ottenuto con il metodo dei multipli applicato al periodo 2026-2027 esprime il valore delle aziende a regime, dopo la prevista riorganizzazione dell'area cuore, al netto degli investimenti necessari per ottenerla.

Un'offerta formulata a tale valore (circa euro 53,2 milioni) è pertanto da ritenersi pienamente congrua, razionale e conveniente per l'acquirente, poiché l'investimento effettuato trova adeguata remunerazione, a valori di mercato, nella marginalità prospettica

---

esprimibile, pur implicando il riconoscimento del valore della pianificata riorganizzazione soprattutto alla parte venditrice.

La parte bassa del range considera gli effetti della riorganizzazione dell'area cuore, prevista entrare a regime dal 2026, scontandone la rischiosità al tasso Wacc del 7,25%, che tiene del rischio di illiquidità dell'investimento in società non quotate. Si consideri che, laddove si eliminasse il premio al rischio di illiquidità dell'investimento (*lack of marketability premium*), coerentemente peraltro con la prospettiva di inserimento delle aziende nell'ambito di un gruppo quotato, il tasso Wacc scenderebbe al 6,21% e il valore intrinseco (e di mercato) stimato con il metodo DCF salirebbe a euro 53,1 milioni, pienamente confermando la razionalità e la congruità dei valori nella parte alta del range identificato, nella prospettiva generale di un partecipante al mercato quotato in borsa.

La valutazione con il metodo DCF sulla base di un costo del capitale senza premio per carenza di negoziabilità dell'investimento (che esprime il costo del capitale di gruppi quotati con gestione finanziaria centralizzata) conduce pertanto a valori sostanzialmente allineati al massimo del range identificato, confermando la congruità, la razionalità e la convenienza di un prezzo offerto a tale livello, che implicherebbe il riconoscimento al venditore dei benefici della quotazione in borsa sul costo del capitale.

## **11. Considerazioni sulla congruità del prezzo di acquisizione nella base della configurazione di “valore d'investimento”**

### *11.1. Profili metodologici relativi alla stima del valore di investimento*

Il procedimento sin qui eseguito conduce alla stima, sostanzialmente allineata, del “valore economico del capitale”, o “valore intrinseco”, e del “valore di mercato”, secondo quanto previsto dai PIV emanati dall'OIV.

Nell'acquisizione di aziende o partecipazioni societarie, tuttavia, rileva anche il “valore d'investimento” (o “valore strategico per l'acquirente”), che incorpora i benefici specifici estraibili dall'acquirente, ma non dalla generalità dei partecipanti al mercato, quali ad esempio le sinergie speciali che derivano dall'inserimento di un'azienda in uno specifico gruppo (PIV, I.6.4). Tale configurazione di valore consente di tenere conto della prospettiva specifica dell'acquirente e dei benefici da esso ritraibili con l'inserimento dell'azienda in un nuovo contesto imprenditoriale.

Il “valore d'investimento” è collegato alle particolari caratteristiche sia del complesso aziendale oggetto di trasferimento (Aurelia 80 e sue controllate) che del soggetto potenziale acquirente (Garofalo Health Care). Si tratta quindi di un valore soggettivo, che muta notevolmente a seconda del soggetto al quale è riferita l'analisi. In particolare, il “valore d'investimento” può tenere conto di particolari sinergie, dovute all'associazione con altre attività reali o finanziarie, oppure alla presenza di benefici

speciali per un particolare detentore (PIV, I.6.4). Esso esprime un valore frutto di analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (tasso di attualizzazione, inflazione, multipli, ecc.), richiede la stima dei benefici economici estraibili dall'acquirente e la quantificazione del rischio ad essi associato.

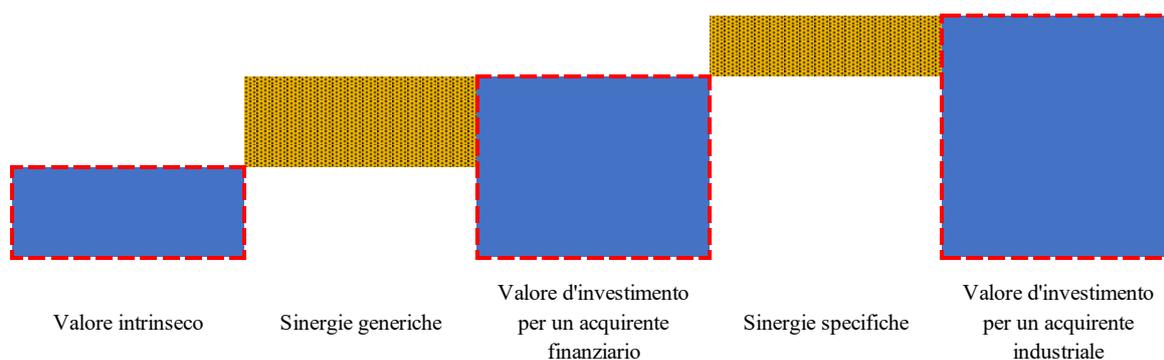
Il "valore d'investimento" riflette la realtà operativa dell'azienda nelle mani di uno specifico investitore, industriale o finanziario, ed è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda e delle opportunità di crescita realizzabili dal soggetto che decide di acquisire l'asset. Tale capacità di reddito include tutte le sinergie e i miglioramenti realizzabili dallo specifico investitore.

Generalmente, le sinergie e i miglioramenti ottenibili con l'acquisizione giocano un ruolo fondamentale nella stima del "valore d'investimento". Esse si distinguono in:

- sinergie universali: sinergie realizzabili dai *market participant* in grado di garantire il miglior uso dell'attività (possono essere sinergie operative, finanziarie, fiscali o legali); tali sinergie sono comuni a tutti gli investitori finanziari;
- sinergie speciali: sinergie specifiche che un soggetto identificato (il soggetto che detiene il controllo dell'*asset*) è in grado di realizzare in aggiunta alle sinergie universali; tali sinergie sono tipiche degli investitori industriali.

Di conseguenza, per il medesimo complesso aziendale, è ragionevole che taluni specifici acquirenti industriali siano disposti a offrire prezzi più elevati rispetto ad acquirenti finanziari in ragione delle maggiori sinergie ottenibili.

Di seguito si riporta graficamente quanto rappresentato.



Nell'ipotetica operazione di acquisizione del Gruppo Aurelia 80, Garofalo Health Care si pone quale acquirente industriale in grado di estrarre dai complessi aziendali del Gruppo Aurelia 80 miglioramenti strategici e sinergie aggiuntive rispetto a quelle estraibili dalle aziende target nella situazione *as is* e da investitori puramente finanziari.

Il gruppo Aurelia 80 opera svolgendo attività ospedaliera principalmente accreditata, attraverso varie strutture dislocate nel Lazio. Il gruppo Garofalo Health Care è un gruppo operante nella sanità accreditata italiana, con un forte diversificazione territoriale e di comparto; esso detiene numerose strutture sanitarie, servite da professionisti ed equipe mediche che collaborano tra di loro nelle varie strutture.

---

In tale contesto, il gruppo Garofalo Health Care rappresenterebbe un acquirente industriale, con un orizzonte temporale di lungo periodo, volto a integrare le nuove strutture nel perimetro del gruppo al fine di ottenere una maggiore diversificazione territoriale e di comparto, raggiungere maggiori economie di scale, ridurre il rischio in forza della complementarità nei servizi erogati, migliorare i servizi grazie alle più ampie capacità manageriali e professionali.

In particolare, i benefici addizionali rivenienti dall'acquisizione potrebbero riguardare sinergie di costo negli acquisti, economie di scopo nelle competenze professionali e in alcune risorse tecnologiche (anche robotiche, sfruttabili soprattutto nei confronti dell'utenza "privata"), l'ampliamento della capacità esistente in alcuni comparti, ecc.

Pertanto, considerate le peculiarità delle due realtà che si andrebbero ad aggregare, è ragionevole che il gruppo Garofalo Health Care, in qualità di acquirente industriale, abbia la capacità di estrarre benefici più elevati sia rispetto ad acquirenti finanziari sia rispetto ad un generico operatore di mercato.

Dal punto di vista valutativo, questo comporta che il "valore di investimento" per il gruppo GHC sia maggiore del "valore intrinseco" e del "valore di mercato". Il maggior valore sarebbe ascrivibile alle risorse distintive e alle capacità manageriali del potenziale acquirente che, in linea di principio, dovrebbe tendere a non riconoscerle al venditore, offrendo un prezzo di acquisizione non superiore al valore intrinseco e al valore di mercato, e così appropriandosi interamente della potenzialità di creazione di valore non sfruttate dall'azienda *target* nella situazione *as is*.

Ciò determina un particolare interesse all'operazione da parte del gruppo GHC rispetto alla generalità dei partecipanti al mercato. È ragionevole, tuttavia, che anche altri operatori industriali siano in grado di estrarre i predetti benefici addizionali. Nel caso in cui diversi operatori competessero per l'acquisizione, i prezzi offerti salirebbero fisiologicamente al di sopra del valore intrinseco (o al valore di mercato) e parte del differenziale con il valore d'investimento andrebbe, all'esito della procedura competitiva e del processo negoziale, a beneficio del venditore. L'acquisizione, tuttavia, rimarrebbe razionale, conveniente e nell'interesse del potenziale acquirente, purché il prezzo offerto non superi il valore d'investimento.

Pertanto, vi sarebbe convenienza per il gruppo Garofalo Health Care anche al pagamento di un prezzo per l'acquisizione del gruppo Aurelia 80 superiore rispetto alla parte alta del *range* del valore di mercato individuato nella presente relazione, purché inferiore al valore d'investimento.

Quest'ultima configurazione di valore, superiore al valore intrinseco (o al valore di mercato), è stimata analiticamente nel seguito della presente relazione, sulla base del valore dei benefici da integrazione per l'acquirente, ottenibili da iniziative di sviluppo e da sinergie di costo perseguibili nella sua prospettiva soggettiva, non considerate nella stima del valore intrinseco (e del valore di mercato).

Tale quantificazione, effettuata nella prospettiva soggettiva di GHC, deve tenere conto dei benefici sul costo del capitale dell'inserimento dei complessi aziendali del

Gruppo Aurelia 80 nell’ambito di un gruppo quotato, che consente di eliminare lo sconto connesso al rischio di negoziabilità dell’investimento.

### 11.2. La stima del valore di investimento a seguito dei benefici da integrazione

I benefici che potrebbero scaturire dalla potenziale acquisizione fanno riferimento a sinergie di costo negli acquisti, economie di scopo nelle competenze professionali e in alcune risorse tecnologiche (anche robotiche, sfruttabili soprattutto nei confronti dell’utenza “privata”), l’ampliamento della capacità esistente in alcuni comparti, ecc.

Sulla base di quanto rappresentato dal Management e di analisi dello scrivente, tali benefici fanno riferimento ad alcune sinergie e nuove iniziative in grado di incrementare i benefici per l’investitore GHC rivenienti dalle società del Gruppo Aurelia 80, rispetto a quelli assunti nella stima del valore intrinseco (e del valore di mercato) *as is*.

In sintesi, i benefici che si otterrebbero a seguito dell’acquisizione, addizionali rispetto a quelli assunti ai fini della stima del valore intrinseco (e del valore di mercato) ammontano a circa euro 15,1 milioni<sup>21</sup>.

Incremento Samadi	1.833	a
Incremento Aurelia	11.117	b
Incremento per efficientamento acquisti	2.132	c
<b>Incremento totale</b>	<b>15.081</b>	d=a+b+c

Da ciò deriverebbe che il valore di investimento per Garofalo Health Care sarebbe pari al valore intrinseco (e di mercato) come stimato nei capitoli precedenti, più il valore dei predetti benefici ottenibili con l’acquisizione.

Di seguito si rappresenta quanto detto in forma tabellare (importi in euro migliaia).

	<i>DCF</i>	<i>DCF (no lack of marketability)</i>	<i>EV/EBITDA 2023 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2023-2025 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2026-2027 adj.</i>
<b>Valore intrinseco e di mercato</b>	<b>35.326</b>	<b>53.104</b>	<b>30.062</b>	<b>40.947</b>	<b>53.186</b>
<b>Valore di investimento</b>	<b>47.718</b>	<b>68.185</b>	<b>45.143</b>	<b>56.029</b>	<b>68.267</b>

Ai fini dell’interpretazione di tali risultati, deve tenersi conto che, nella prospettiva soggettiva di GHC, il costo del capitale di gruppo beneficia della quotazione in borsa, sicché il valore d’investimento significativo è quello ottenuto senza applicare al tasso il premio per carenza di negoziabilità dell’investimento.

<sup>21</sup> Stima in valore attuale al costo del capitale senza premio al rischio per carenza di negoziabilità. La stima con il costo del capitale incluso tale premio sarebbe pari a euro 12,4 milioni (valore riportato nella colonna “DCF”).

Analogamente, deve considerarsi che il valore del multiplo applicato al solo risultato atteso del 2023 è di minore significatività, poiché non cattura i benefici attesi dal piano delle imprese target.

Ciò implica che, all'interno del range complessivo di valori congrui sopra identificato per il valore d'investimento, compreso tra euro 45,1 milioni ed euro 68,3 milioni, i valori d'investimento più rilevanti possano identificarsi nella parte alta del range, tra euro 56,0 milioni ed euro 68,3 milioni.

## 12. Conclusioni

Il presente parere è stato svolto a supporto del processo decisionale di Garofalo Health Care S.p.A. relativo alla potenziale acquisizione del Lotto n.1, nell'ambito della procedura di vendita indetta dalla Aurelia 80 S.p.A. in liquidazione, nonché dei compiti spettanti al Comitato Operazioni Parti Correlate, ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate, in conformità al Regolamento Operazioni con Parti Correlate.

Lo scrivente ha adottato per la valutazione sia il metodo finanziario del DCF che il criterio dei multipli di mercato. Quest'ultimo criterio è stato applicato in modalità *forward* sulla base dell'Ebitda del 2023 e dei flussi medi previsti da Piano, segmentando i periodi ante e post riorganizzazione dell'area cuore, che fotografano assetti produttivi tra loro diversi.

L'applicazione dei criteri di stima in precedenza richiamati ha condotto all'ottenimento dei seguenti valori economici (nella configurazione del valore intrinseco o del valore di mercato, nel caso specifico prossimi tra loro) dei complessi aziendali oggetto di stima, riportati nella tabella che segue (importi in euro migliaia).

	<i>DCF</i>	<i>DCF (no lack of marketability)</i>	<i>EV/EBITDA 2023 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2023-2025 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2026-2027 adj.</i>
<b>Valore intrinseco e di mercato</b>	<b>35.326</b>	<b>53.104</b>	<b>30.062</b>	<b>40.947</b>	<b>53.186</b>

Il congruo valore intrinseco, o di mercato, complessivo di acquisizione del Lotto n.1 oggetto di cessione da parte della liquidazione di Aurelia 80 è pertanto stimato in un range tra euro 30,1 milioni ed euro 53,2 milioni.

Tutti i predetti valori esprimono congrui valori di acquisizione, ai quali l'operazione è conveniente per la società acquirente.

Il valore minimo del range individuato (euro 30,0 milioni) è basato sui risultati correnti esprimibili dalle aziende del Gruppo Aurelia 80, e pertanto sottostima le prospettive di risanamento e crescita delineate dal Piano, che appare ragionevolmente conseguibile. Tale valore appare, pertanto, meno significativo per l'espressione dell'effettivo valore intrinseco (e di mercato) delle aziende oggetto di stima.

---

Il valore ottenuto con il metodo DCF, nelle due varianti del costo del capitale in funzione della quotazione in borsa dell'investitore, e con il metodo dei multipli applicato ante-riorganizzazione (2023-2025) definiscono un **range di equi valori di mercato, compreso tra euro 35,3 milioni ed euro 53,2 milioni.**

Il valore ottenuto con il metodo dei multipli applicato al periodo 2026-2027 esprime il valore delle aziende a regime, dopo la prevista riorganizzazione dell'area cuore, al netto degli investimenti necessari per ottenerla. Un'offerta formulata a tale valore è da ritenersi pienamente congrua, razionale e conveniente per l'acquirente, poiché l'investimento effettuato trova adeguata remunerazione, a valori di mercato, nella marginalità prospettica esprimibile, pur implicando il riconoscimento del valore della pianificata riorganizzazione soprattutto alla parte venditrice.

La parte bassa del range considera gli effetti della riorganizzazione dell'area cuore, prevista entrare a regime dal 2026, scontandone la rischiosità al tasso Wacc del 7,25%, che tiene del rischio di illiquidità dell'investimento in società non quotate. Si consideri che, laddove si eliminasse il premio al rischio di illiquidità dell'investimento (*lack of marketability premium*), coerentemente peraltro con la prospettiva di inserimento delle aziende nell'ambito di un gruppo quotato, il tasso Wacc scenderebbe al 6,21% e il valore intrinseco (e di mercato) stimato con il metodo DCF salirebbe a euro 53,1 milioni, pienamente confermando la razionalità e la congruità dei valori nella parte alta del range identificato, nella prospettiva generale di un partecipante al mercato quotato in borsa.

La valutazione con il metodo DCF sulla base di un costo del capitale senza premio per carenza di negoziabilità dell'investimento (che esprime il costo del capitale di gruppi quotati con gestione finanziaria centralizzata) conduce pertanto a valori sostanzialmente allineati al massimo del range identificato, confermando la congruità, la razionalità e la convenienza di un prezzo offerto a tale livello, che implicherebbe il riconoscimento al venditore dei benefici della quotazione in borsa sul costo del capitale.

Il valore intrinseco (e il valore di mercato) non tengono conto dei benefici estraibili nella prospettiva specifica di un investitore industriale potenziale acquirente, quale il gruppo Garofalo Health Care. Tali benefici sono considerati nella configurazione di valore del "valore di investimento", e si sostanziano in sinergie e miglioramenti non considerati nella prospettiva *as is* e *stand alone*, ma attivabili nella prospettiva dell'acquirente. In presenza di tali benefici, vi sarebbe convenienza per l'acquirente anche al pagamento di un prezzo per l'acquisizione del gruppo Aurelia 80 superiore rispetto alla parte alta del *range* del valore di mercato individuato nella presente relazione, purché inferiore al valore d'investimento.

Quest'ultima configurazione di valore, sulla base delle informazioni acquisite, è stata stimata analiticamente nell'ambito della presente relazione. Nello specifico, i benefici che si otterrebbero a seguito dell'acquisizione, addizionali rispetto a quelli assunti ai fini della stima del valore intrinseco (e del valore di mercato) ammontano a circa euro 15,1 milioni, nella prospettiva soggettiva di GHC e pertanto tenendo conto del suo costo del capitale.

L'applicazione dei criteri di stima ha condotto all'ottenimento dei seguenti valori di investimento dei complessi aziendali oggetto di stima, riportati nella tabella che segue (importi in euro migliaia).

	<i>DCF</i>	<i>DCF (no lack of marketability)</i>	<i>EV/EBITDA 2023 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2023-2025 adj.</i>	<i>EV/EBITDA 2026-2027 adj.</i>
<b>Valore intrinseco e di mercato</b>	<b>35.326</b>	<b>53.104</b>	<b>30.062</b>	<b>40.947</b>	<b>53.186</b>
<b>Valore di investimento</b>	<b>47.718</b>	<b>68.185</b>	<b>45.143</b>	<b>56.029</b>	<b>68.267</b>

Tutti i predetti valori esprimono congrui valori di acquisizione, nella configurazione del valore d'investimento, ai quali l'operazione è conveniente per la società acquirente, trovando remunerazione nelle sinergie e nei benefici addizionali attesi dall'integrazione.

Ai fini dell'interpretazione di tali risultati, deve tenersi conto che, nella prospettiva soggettiva di GHC, il costo del capitale di gruppo beneficia della quotazione in borsa, sicché il valore d'investimento significativo è quello ottenuto senza applicare al tasso il premio per carenza di negoziabilità dell'investimento.

Analogamente, deve considerarsi che il valore del multiplo applicato al solo risultato atteso del 2023 è di minore significatività, poiché non cattura i benefici attesi dal piano delle imprese target.

Ciò implica che, all'interno del range complessivo di valori congrui sopra identificato per il valore d'investimento, compreso tra euro 45,1 milioni ed euro 68,3 milioni, **i valori d'investimento più rilevanti ai fini del processo decisionale possano identificarsi nella parte alta del range, tra euro 56,0 milioni ed euro 68,3 milioni.**

\*\*\*

Con il presente parere, lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito. Nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore eventuale chiarimento.

Roma, 12 luglio 2023

Prof. Riccardo Tiscini

