



## **RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CORRISPONDENZA AL VALORE DI MERCATO DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, QUARTO COMMA, SECONDO PERIODO, DEL CODICE CIVILE**

Al Consiglio di Amministrazione di  
GVS SpA

### **1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

In relazione alla delega prevista dall'articolo 5, comma 5, dello statuto (di seguito, anche lo "Statuto") di GVS SpA (di seguito, anche "GVS" o la "Società") al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società la relazione datata 2 dicembre 2024 (di seguito la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva detta operazione. Tale proposta prevede un aumento di capitale sociale, a pagamento, in forma scindibile (di seguito l'"Aumento di Capitale"), per un importo massimo di Euro 75 milioni da riservare in sottoscrizione a GVS Group Srl (di seguito, "GVS Group" o il "Socio"), mediante emissione di massime n° 17,5 milioni di azioni ordinarie prive di valore nominale, ovvero il minor numero di azioni come determinato dal rapporto tra Euro 75 milioni ed il prezzo che verrà identificato sulla base della metodologia successivamente descritta.

Il suddetto aumento di capitale sociale, in forza della delega conferita dall'articolo 5, comma 5, dello Statuto, è stato deliberato nel corso del Consiglio di Amministrazione di GVS del 2 dicembre 2024.

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

### **2. SINTESI DELL'OPERAZIONE**

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, l'Aumento di Capitale sarà realizzato tramite la conversione del finanziamento soci sottoscritto in data 8 marzo 2023 tra la Società e GVS Group.

#### ***PricewaterhouseCoopers SpA***

Sede legale: Milano 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 77851 Fax 02 7785240 Capitale Sociale Euro 6.890.000,00 i.v. C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: Ancona 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 071 2132311 - Bari 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640211 - Bergamo 24121 Largo Belotti 5 Tel. 035 229691 - Bologna 40124 Via Luigi Carlo Farini 12 Tel. 051 6186211 - Brescia 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - Catania 95129 Corso Italia 302 Tel. 095 7532311 - Firenze 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 - Genova 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - Napoli 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - Padova 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873481 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 349737 - Parma 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 - Pescara 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 085 4545711 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06 570251 - Torino 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011 556771 - Trento 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461 237004 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 696911 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 040 3480781 - Udine 33100 Via Poscolle 43 Tel. 0432 25789 - Varese 21100 Via Albuzzini 43 Tel. 0332 285039 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001 - Vicenza 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444 393311



In tal senso, gli Amministratori comunicano che ad esito delle discussioni intercorse e subordinatamente all'adozione della delibera di Aumento di Capitale, il Socio ha manifestato il proprio impegno irrevocabile alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale.

Nel contesto sopra delineato, gli Amministratori hanno ritenuto di avvalersi della facoltà riconosciuta alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati dall'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, e recepita dall'articolo 5, comma 5, dello Statuto, deliberando, pertanto, un aumento di capitale in forma scindibile, a pagamento, con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile.

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

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

Con riferimento al requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, così come richiesto dalla norma sopra richiamata, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, nelle circostanze, di deliberare non già la determinazione di un prezzo puntuale e finale di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse, quanto piuttosto la determinazione di un criterio cui il Consiglio di Amministrazione stesso dovrà attenersi, in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale.

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

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

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



#### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- Relazione degli Amministratori, datata e firmata 2 dicembre 2024. Segnaliamo che, ai fini delle nostre analisi, ci sono state fornite anche versioni in bozza di tale documento;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni GVS registrate su Euronext Milano dal primo giorno di quotazione al 29 novembre 2024 ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- Statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro.

Abbiamo, inoltre, ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dal legale rappresentante della Società in data 2 dicembre 2024, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

#### **5. METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

##### **5.1 Premessa**

Come sopra anticipato, nell'operazione di Aumento di Capitale in esame il Consiglio di Amministrazione delibera in ordine ad un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, cui il Consiglio di Amministrazione dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale, e non di stabilire in via definitiva, già in sede deliberativa, il relativo prezzo di emissione in modo puntuale e finale.

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

Nell'illustrare la metodologia prescelta per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, gli Amministratori hanno preliminarmente rilevato che la formulazione dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile richiama il "valore di mercato" senza fornire al riguardo ulteriori indicazioni, anche temporali, e porta quindi a ritenere ammissibili molteplici criteri, anche fra loro differenti, da stabilirsi anche in funzione delle caratteristiche delle singole operazioni di aumento di capitale.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di doversi riferire a un dato che è, allo stato, condiviso anche in dottrina, vale a dire al prezzo delle azioni della Società emittente così come espresso nel relativo mercato regolamentato di quotazione.



Nella fattispecie, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto ragionevole di poter individuare il prezzo di emissione delle nuove azioni come la media aritmetica dei prezzi delle azioni di GVS registrati nell'intervallo temporale che include le rilevazioni nei 10 giorni di negoziazione precedenti e nei 10 giorni di negoziazione successivi all'annuncio di una potenziale operazione straordinaria (di seguito anche l'“Annuncio”), contestuale altresì all'annuncio dell'Aumento di Capitale, ovvero il periodo compreso tra il 19 novembre 2024 ed il 16 dicembre 2024, estremi inclusi, che sostanzialmente corrisponde ad un orizzonte temporale di un mese.

Gli Amministratori precisano che tale criterio è stato adottato tenuto conto dell'esigenza di riflettere, nel calcolare la media, anche gli effetti dell'Annuncio e segnalano che tale orizzonte consente, a loro giudizio, di tenere conto in misura equa del prezzo di mercato rilevato sia prima sia dopo l'Annuncio, senza dover attendere un periodo prolungato per la determinazione del prezzo di emissione, che incrementerebbe l'incertezza e potenziali atteggiamenti speculativi ed opportunistici sul mercato dopo l'Annuncio.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, pertanto, ragionevole ed in linea con la dottrina sin qui espressasi sul tema considerare, nella fattispecie, la media aritmetica dei prezzi di borsa.

Gli Amministratori segnalano, inoltre, che in considerazione dell'attuale andamento ribassista del prezzo del titolo, la media calcolata su un orizzonte temporale di circa un mese possa essere ritenuta maggiormente rappresentativa di un valore di mercato, risultando le medie storiche calcolate su orizzonti temporali più ampi non allineate a quello che il mercato stesso è attualmente disposto a pagare per l'attuale quotazione delle azioni di GVS.

Gli Amministratori evidenziano, inoltre, che il criterio proposto per la determinazione del prezzo non prevede alcuno sconto, circostanza che, a parere degli Amministratori, costituisce un'ulteriore garanzia per i diritti dei soci terzi non destinatari dell'Aumento di Capitale, né alcun premio sul valore che verrà determinato.

## **6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Gli Amministratori segnalano che per quanto concerne le eventuali difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle nuove azioni, pur essendo il metodo delle quotazioni di borsa il più idoneo, a loro giudizio, a identificare il valore di mercato delle azioni di GVS, l'applicazione di tale metodo potrebbe individuare valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.

## **7. LAVORO SVOLTO**

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

- lettura critica della Relazione degli Amministratori;



- lettura critica, per le finalità di cui al presente lavoro, dello Statuto vigente della Società;
- esame critico del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne il contenuto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario e considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, a determinare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale;
- analisi dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di GVS dal primo giorno di quotazione della Società al 29 novembre 2024 e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi di borsa considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo;
- analisi dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni GVS successivamente ad annunci relativi ad operazioni straordinarie o pubblicazione dei risultati economico-finanziari;
- ricalcolo della media delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di 1, 3 e 6 mesi inclusa nella Relazione degli Amministratori.

#### **8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

Con riferimento al presente incarico, si ricorda, come già precedentemente indicato, che la finalità del procedimento decisionale degli Amministratori consiste nell'identificazione del valore di mercato del prezzo di emissione relativo all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile. La Relazione degli Amministratori riporta, al paragrafo 4, il processo logico seguito dagli Amministratori a tale fine.

A tal riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del criterio adottato dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del prezzo di emissione delle azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale:

- la scelta degli Amministratori di sottoporre all'approvazione degli Azionisti non già la decisione in ordine ad un prezzo di emissione puntuale e finale, quanto la determinazione di un criterio per la fissazione del prezzo medesimo, risulta in linea con la prassi di mercato ed anche con la dottrina che si è espressa sul punto nell'ambito di contesti similari, come rilevato anche dagli Amministratori;
- il riferimento ai corsi di borsa del titolo GVS appare coerente con la necessità di individuare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato, trattandosi di una società con azioni quotate in un mercato regolamentato. A tal riguardo, segnaliamo che le quotazioni di borsa esprimono di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società a cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori nonché le aspettative degli stessi



circa l'andamento economico e finanziario della società. Tale valore costituisce un punto di riferimento tanto più significativo quando i volumi trattati ed i prezzi negoziati per le azioni sono il risultato di un numero sufficiente e continuativo di negoziazioni poste in essere da soggetti economici operanti sul mercato, in assenza di condizionamenti esterni e circostanze straordinarie con significativi effetti sull'andamento del titolo; in particolare, l'indicatore *bid-ask spread* determinato sul titolo GVS, definito come il differenziale tra prezzo massimo di acquisto e minimo di vendita di un titolo applicato da un intermediario, appare inferiore rispetto alla mediana delle società quotate su Borsa Italiana confermando, pertanto, un buon grado di liquidità delle azioni, e, di conseguenza, l'adeguatezza dell'utilizzo di una metodologia basata sull'andamento dei prezzi di borsa;

- la scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema. Più in particolare, con riguardo all'ampiezza temporale dei prezzi di borsa da utilizzare come base per il calcolo della media, la scelta degli Amministratori di un periodo di tempo di 20 giorni di borsa aperta è sostanzialmente equivalente a una media calcolata su un orizzonte temporale di circa un mese. La media temporale di un mese risulta coerente con l'orientamento dottrinale e può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore di mercato delle azioni; l'utilizzo di un orizzonte temporale più ampio ai fini del calcolo della media potrebbe comportare la criticità di considerare valori e informazioni non sufficientemente aggiornati, non inclusivi degli impatti dell'Annuncio sul prezzo di borsa. Segnaliamo, inoltre, che l'inclusione, nell'intervallo considerato per il calcolo della media, di 10 giorni successivi all'Annuncio, può essere considerato ragionevole al fine di includere gli impatti dello stesso sul prezzo del titolo GVS riflettendo eventuali normalizzazioni dello stesso prezzo, così come peraltro riportato dagli Amministratori;
- il confronto tra medie aritmetiche e medie ponderate sui volumi scambiati di GVS prendendo in considerazione intervalli di 1, 3 e 6 mesi non evidenzia differenze significative per ciascun orizzonte temporale di riferimento. La scelta di una media aritmetica risulta pertanto non arbitraria nel contesto specifico, sulla base dell'andamento storico del prezzo di borsa del titolo GVS per gli orizzonti temporali analizzati.

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

Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- (i) la proposta di Aumento di Capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione non indica il prezzo di emissione delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto, la presente relazione non ha ad oggetto la corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non ancora definito, al valore di mercato delle stesse, ma l'adeguatezza, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, del criterio



proposto dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale;

- (ii) le valutazioni basate sulle quotazioni di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono, pertanto, evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Inoltre, ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società; considerato che il prezzo di emissione delle azioni verrà determinato successivamente alla data della presente relazione, non si può escludere che possano intervenire circostanze non prevedibili, con eventuali effetti sul prezzo di emissione;
- (iii) si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:
- il criterio prescelto dagli Amministratori fa riferimento ad un intervallo futuro, limitato e circoscritto, espressamente evidenziato nella Relazione degli Amministratori, con conseguenti possibili effetti sulla determinazione dei corsi di borsa, e quindi del prezzo di emissione delle azioni, connessi all'utilizzo da parte del mercato delle informazioni in merito al criterio selezionato;
  - dalla Relazione degli Amministratori non si evince che siano previsti vincoli di indisponibilità temporale per i titoli di nuova emissione che saranno offerti in sottoscrizione, con godimento regolare, con conseguente piena facoltà del sottoscrittore di riallocare i suddetti titoli sul mercato.

## 10. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che la metodologia individuata dagli Amministratori sia adeguata, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitraria, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale.

Bologna, 2 dicembre 2024

PricewaterhouseCoopers SpA



Giuseppe Ermocida  
(Partner)