

Prof. Pietro Mazzola

Riservato

**OPINIONE IN MERITO ALLA CONGRUITA' DEL PREZZO DI
EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI DI TREVI FINANZIARIA
INDUSTRIALE S.P.A. RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE
SOCIALE CON DIRITTO DI OPZIONE, FACENTE PARTE DELLA
PROPOSTA DI MANOVRA FINANZIARIA APPROVATA DAL
CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ IN DATA 8
MAGGIO 2019**

Milano, 10 luglio 2019

INDICE

	Pag.
1. <u>PREMESSA E INCARICO</u>	3
2. <u>IL CONTESTO IN CUI È MATURATA LA MANOVRA FINANZIARIA E LE SUE PRINCIPALI CARATTERISTICHE</u>	5
3. <u>DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E PRINCIPALI LIMITI, DIFFICOLTÀ VALUTATIVE E ASSUNTI</u>	11
4. <u>IL PREZZO DI EMISSIONE NELLE OPERAZIONI DI AUMENTO DI CAPITALE IN OPZIONE AI SOCI: UN SINTETICO INQUADRAMENTO DI METODO</u>	14
5. <u>LE VERIFICHE IN MERITO ALLA RAGIONEVOLEZZA E NON ARBITRARIETÀ DEI CRITERI ASSUNTI NELLA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE</u>	19
6. <u>CONCLUSIONI</u>	28

1. PREMESSA E INCARICO

1. Trevi Finanziaria Industriale S.p.a. (nel seguito “TreviFin” o la “Società”), società quotata presso il mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“Borsa Italiana”), è capogruppo dell’omonimo gruppo (il “Gruppo Trevi”) operante nel settore dei servizi di ingegneria delle fondazioni per opere civili, infrastrutturali e nella costruzione di attrezzature per il medesimo ambito applicativo.
2. Nel corso del 2018 e del 2019, a seguito del peggioramento dell’assetto economico e patrimoniale registrato dal Gruppo Trevi già a partire dal secondo semestre 2016, il Consiglio di Amministrazione della Società (in seguito il “Consiglio di Amministrazione”), con il concorso dei propri *advisor* industriali e finanziari, ha elaborato un piano industriale e finanziario di ristrutturazione/risanamento del Gruppo Trevi, nell’ambito del quale si prevede tra l’altro la sottoscrizione di un accordo ex art. 182-bis, comma 1 LF (nel seguito anche il “Piano ex art. 182”).
3. Nell’ambito dei complessivi interventi connessi al Piano ex art. 182 e all’esito del processo di negoziazione sviluppatosi tra l’altro con le banche creditrici, in data 8.5.2019, è stata prevista ed approvata dal Consiglio di Amministrazione una proposta di manovra finanziaria da sottoporre al ceto bancario (la “Manovra Finanziaria”), la quale include, tra l’altro, un aumento di capitale da offrirsi in opzione agli attuali azionisti della Società per un importo pari a Euro 130 milioni, la cui sottoscrizione si prevede sia garantita, per quota parte, dagli azionisti FSI Investimenti (“FSI”) e Polaris Capital Management (“Polaris”; congiuntamente gli “Azionisti Istituzionali”), che hanno confermato la loro disponibilità ad assumere un impegno di sottoscrizione per Euro 77,5 milioni, e, per la restante parte, da talune banche creditrici (le “Banche Sottoscrittrici”), mediante la conversione di propri crediti, secondo un rapporto di 4,5 a 1.

4. All'esito del processo negoziale intervenuto con i principali azionisti della Società¹ e le Banche Sottoscrittrici, la Manovra Finanziaria prevede tra l'altro che il prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'aumento di capitale con diritto di opzione sia pari a Euro 0,0001, ovvero - assumendo come realizzata l'operazione di raggruppamento azionario nel rapporto di 100 a 1 (la cui esecuzione è prevista prima dell'inizio dell'aumento di capitale²) – pari a Euro 0,01 per azione.
5. In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione, in vista della definitiva approvazione dei termini dell'aumento di capitale con assegnazione dei diritti di opzione agli attuali azionisti, ha incaricato Partners S.p.A., nella persona del sottoscritto Prof. Pietro Mazzola, di esprimere un parere tecnico in merito alla congruità, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del prezzo di emissione individuato dal medesimo Consiglio di Amministrazione (in seguito, anche, il "Parere"). Ciò, tenendo conto tra l'altro del contesto in cui tale aumento è maturato e degli altri interventi previsti dalla Manovra Finanziaria.
6. Le analisi e le valutazioni richiamate e sinteticamente riportate nel seguito del Parere sono state effettuate a supporto delle determinazioni di competenza del Consiglio di Amministrazione nell'ambito della Manovra Finanziaria e hanno lo scopo di esprimere un giudizio in merito alla congruità – nei già richiamati termini di ragionevolezza e non arbitrarietà – del prezzo di emissione delle nuove azioni TreviFin nell'ambito dell'aumento di capitale a pagamento offerto in opzione agli attuali soci della Società. Per quanto precisato, in nessun caso le stime contenute nel presente Parere possono essere considerate possibili indicazioni di prezzo o di valore delle azioni della Società. Il Parere, inoltre, non entra nel merito della complessiva fattibilità della Manovra

¹ In particolare, si fa qui riferimento a Trevi Holding S.E., FSI e Polaris.

² Per quanto rappresentoci, un'ulteriore operazione di raggruppamento azionario verrebbe posta in essere a valle dell'aumento di capitale.

Finanziaria e del Piano ex art. 182, né delle sue motivazioni economiche o strategiche, né infine delle implicazioni contabili e legali della stessa.

7. Il Parere è così articolato:

- al § 2 si richiama in sintesi il contesto in cui si colloca l'aumento di capitale con diritto di opzione e la più ampia Manovra Finanziaria di cui lo stesso è parte;
- al § 3 si elencano i principali elementi informativi analizzati dal sottoscritto ai fini dell'espletamento dell'incarico e si chiariscono i principali limiti, le difficoltà valutative e gli assunti sottesi al lavoro svolto;
- al § 4 si offre un sintetico inquadramento metodologico delle problematiche valutative che caratterizzano la determinazione del prezzo di emissione nelle operazioni di aumento di capitale offerto in opzione ai soci;
- al § 5 si procede a verificare, alla luce del *framework* metodologico in precedenza illustrato, come si sviluppino nel caso di specie gli elementi valutativi rilevanti e se si individuino o meno elementi di irragionevolezza connessi al prezzo di emissione individuato dal Consiglio di Amministrazione;
- al § 6 si espongono infine le conclusioni del lavoro svolto.

2. IL CONTESTO IN CUI È MATURATA LA MANOVRA FINANZIARIA E LE SUE PRINCIPALI CARATTERISTICHE

8. Come anticipato in premessa, l'aumento di capitale con assegnazione agli attuali azionisti del diritto di opzione ("Aumento di Capitale con diritto di opzione"), i cui termini sono oggetto del presente Parere³, si inserisce

³ Come noto infatti, le operazioni di aumento di capitale con diritto di opzione si caratterizzano - una volta intervenuta la decisione di procedere all'aumento di capitale e individuata la sua dimensione in valore assoluto - per la contestuale e reciproca definizione dei termini dell'aumento medesimo (il prezzo di emissione, il numero di azioni emesse, il prezzo teorico a cui dovrebbe

nell'ambito della più ampia Manovra Finanziaria definita dal Consiglio di Amministrazione e finalizzata a realizzare un rafforzamento della struttura patrimoniale e un riequilibrio della struttura finanziaria del Gruppo Trevi. Tali interventi, di rafforzamento e di riequilibrio, rappresentano un'assunzione fondamentale dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis LF (l'"Accordo di Ristrutturazione"), attualmente in corso di finalizzazione. Tanto la Manovra Finanziaria quanto l'Accordo di Ristrutturazione costituiscono poi assunti del Piano ex art.182, che recepisce altresì una serie di interventi sviluppati nell'ambito del nuovo piano industriale del Gruppo 2018-2022 (il "Nuovo Piano Industriale") e finalizzati ad una ristrutturazione dell'attuale portafoglio di *business* del Gruppo e alla ricerca di possibili miglioramenti ed efficientamenti all'interno delle attività di *business* destinate a rimanere nel portafoglio di Gruppo.

9. Per quanto rappresentatoci, tali interventi tutti conseguono alla grave crisi economico, patrimoniale e finanziaria che ha interessato la Società e il Gruppo Trevi e risultano strettamente necessari alla sua positiva soluzione e al ripristino di una prospettiva di continuità aziendale. In particolare, secondo quanto emerge dalle analisi condotte dalla Società e dai suoi *advisor*, la Manovra Finanziaria dovrebbe consentire alla medesima Società di porre rimedio all'attuale situazione di sottocapitalizzazione, riportando il patrimonio netto ad essere, da negativo per importi non marginali, ad ampiamente positivo. Per effetto di tale manovra e a seguito della finalizzazione dell'Accordo di Ristrutturazione, la Società dovrebbe quindi trovarsi a disporre delle condizioni operative necessarie a raggiungere gli obiettivi previsti dal Nuovo Piano Industriale, la cui attuazione dovrebbe

quotare l'azione dopo lo stacco del diritto di opzione, c.d. TERP, lo sconto del prezzo di emissione rispetto al TERP, il coefficiente di rettifica del prezzo pre aumento di capitale, il valore del diritto di opzione e così via). L'esistenza di relazioni di interdipendenza reciproca tra tutte queste variabili implica che al momento in cui una di queste viene definita - assumendo per dato l'importo, in valore assoluto, dell'aumento di capitale e il prezzo del titolo - si determinano reciprocamente e matematicamente tutte le altre: in tal senso, si può osservare che la definizione di una di queste variabili (i.e. il prezzo di emissione) comporta la determinazione reciproca e contemporanea dei termini dell'aumento di capitale.

consentire il raggiungimento dei *target* patrimoniali e finanziari individuati dal Consiglio di Amministrazione, nonché il risanamento della gestione ed il mantenimento del presupposto della continuità aziendale.

10. Sempre per quanto rappresentatoci, inoltre, la Società, nel corso del 2018, ha perseguito altre ipotesi di intervento sul piano finanziario⁴, senza successo⁵, sicché la Manovra Finanziaria approvata dal Consiglio di Amministrazione e l’Aumento di Capitale con diritto di opzione che ne è parte si collocano a valle di questi tentativi. In altri termini, per quanto rappresentatoci, tenuto conto della situazione economico e finanziaria della Società e tenuto conto altresì dell’assenza di possibili manovre finanziarie alternative, la proposta di Manovra Finanziaria approvata dal Consiglio di Amministrazione risulta, allo stato attuale, l’unica alternativa concretamente disponibile e formalizzata per ripristinare la continuità aziendale della Società e del Gruppo.
11. Più in particolare, la proposta di Manovra Finanziaria approvata dal Consiglio di Amministrazione all’esito della negoziazione intercorsa con i principali azionisti della Società e con il ceto bancario⁶ prevede in sintesi:
 - (i) l’Aumento di Capitale con diritto di opzione, per un importo pari a Euro 130 milioni, la cui sottoscrizione è garantita in quota parte (Euro 77,5 milioni) dagli Azionisti Istituzionali e nella quota residua, pari a Euro 52,5 milioni, dalle Banche Sottoscrittrici, attraverso la conversione di crediti vantati dalle stesse nei confronti della Società. Il prezzo di emissione delle azioni al servizio dell’aumento di capitale è stato fissato in Euro 0,0001, ossia il prezzo di emissione minimo, come risultante dai limiti tecnici disposti dalla Società di gestione del mercato⁷, tenuto conto del numero di azioni in circolazione,

⁴ Cfr. Comunicato Stampa di TreviFin del 8.6.2018.

⁵ Cfr. Comunicato Stampa di TreviFin del 14.9.2018.

⁶ Per quanto rappresentatoci, la negoziazione ha ovviamente tenuto conto di molteplici elementi tra i quali anche la distribuzione delle modalità di ricapitalizzazione della società.

⁷ Cfr. art. IA.4.3.3, “Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. in vigore dal 3 Giugno 2019”.

equivalente ad un prezzo post raggruppamento 100:1, di Euro 0,01 per azione;

- (ii) la conversione in azioni ordinarie dei crediti vantati da parte delle banche, secondo un rapporto di 4,5:1, per un importo massimo pari a Euro 284,1 milioni, in parte, ove necessario, a garanzia dell’Aumento di Capitale con diritto di opzione di cui al precedente punto alinea e, per la parte residua, per sottoscrivere e liberare un ulteriore aumento di capitale riservato (l’”Aumento di Capitale Riservato”). L’importo dell’Aumento di Capitale Riservato risulta, pertanto, compreso tra massimi Euro 63,1 milioni, nel caso in cui l’intero Aumento di Capitale con diritto di opzione risulti sottoscritto dagli Azionisti Istituzionali e dal mercato, e minimi Euro 10,6 milioni, ove le Banche Sottoscrittrici siano invece chiamate a sottoscrivere, per Euro 52,5 milioni, l’Aumento di Capitale con diritto di opzione per la quota rimasta inoptata”). Il prezzo di emissione delle azioni al servizio dell’Aumento di Capitale Riservato coincide con quello fissato per l’Aumento di Capitale con diritto di opzione, ed è pertanto pari a Euro 0,0001, equivalente a Euro 0,01 post raggruppamento 100 a 1;
 - (iii) l’emissione di cc.dd. *“loyalty warrant”* quotati, di tipo europeo, esercitabili a scadenza (i *“Warrant”*), a beneficio degli azionisti attuali, che daranno diritto agli azionisti detentori degli stessi a sottoscrivere azioni di nuova emissione, da sottoscrivere per cassa. La scadenza del Warrant è stata ipotizzata in 5 anni. Per i detentori del Warrant che decidessero di non scambiare lo strumento finanziario tra il sesto e il sessantesimo mese (5 anni) dalla data di emissione, è prevista l’attribuzione gratuita di azioni bonus a scadenza, per un quantitativo pari a 1 azione della Società ogni 5 azioni sottoscritte attraverso l’esercizio dei Warrant. A servizio di tali Warrant, sarà
-

deliberato un ulteriore aumento di capitale di massimi Euro 19.986.561 milioni. Nello specifico, i Warrant offerti ammontano a n. 164.783.265, daranno diritto agli azionisti detentori degli stessi a sottoscrivere n. 933 azioni (pre raggruppamento) ciascuno ad un prezzo di esercizio fissato in Euro 0,00013;

- (iv) la dismissione delle controllate Drillmec e Petreven, operanti nel settore dell'Oil&Gas, in favore del Gruppo Megha Engineering & Infrastructures Ltd. ("MEIL Group")⁸ e la destinazione dei relativi proventi netti al rimborso del debito gravante, rispettivamente, su ciascuna di tali società e, per la parte residua, a supporto delle esigenze finanziarie previste dal Nuovo Piano Industriale ("Cessione della Divisione Oil&Gas");
- (v) la concessione di nuova finanza ("Nuova Finanza per Cassa"), per un importo massimo pari a circa Euro 41 milioni (ovvero, se inferiore, alla differenza tra Euro 130 milioni e l'importo dell'aumento di capitale per cassa effettivamente sottoscritto in opzione dagli azionisti). L'importo della Nuova Finanza per Cassa sarà comunque ridotto in misura pari agli importi derivanti dalla Cessione della Divisione Oil&Gas in eccesso rispetto all'indebitamento oggetto di rimborso;
- (vi) il pagamento a saldo e stralcio di un importo pari a circa Euro 8,3 milioni, corrispondente al 27% delle esposizioni complessive in linea capitale, in favore di SC Lowy (in qualità di cessionario del credito da Banco do Brasil), nonché il possibile pagamento a saldo e stralcio di un importo pari a circa Euro 2 milioni, corrispondente al 27% delle esposizioni complessive in linea capitale, in favore di International and Commercial Bank of China, con un ulteriore possibile effetto

⁸ In data 4.12.2018 TreviFin ha accettato un'offerta vincolante da parte di MEIL Group (Cfr. Comunicato Stampa di TreviFin del 4.12.2018).

patrimoniale positivo, che si somma all'effetto patrimoniale derivante dall'aumento di capitale e dalla conversione dei crediti secondo il rapporto sopra indicato;

- (vii) la conferma delle linee di credito esistenti e la concessione di nuove linee credito per firma a supporto del Nuovo Piano industriale ("Nuova Finanza per Firma");
 - (viii) la messa a disposizione di una parte della Nuova Finanza per Cassa e di una parte della Nuova Finanza per Firma anche durante il periodo intercorrente tra la data di deposito e la data di omologa dell'Accordo di Ristrutturazione, subordinatamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte del Tribunale competente, ai sensi dell'art. 182 *quinquies* L.F.;
 - (ix) il consolidamento e il riscadenzamento del debito bancario residuo sino a tutto il 31.12.2024, salvi i casi di rimborso anticipato obbligatorio, e la modifica dei relativi termini e condizioni;
 - (x) il riscadenzamento, sino a tutto il 31.12.2024, e la modifica dei termini e condizioni del c.d. *minibond* emesso da TreviFin in data 28.7.2014 (già deliberati dall'assemblea degli obbligazionisti in data 2.5.2019)⁹.
12. L'effettiva idoneità della Manovra Finanziaria e degli altri interventi individuati dalla Società con il supporto dei propri *advisor* a ripristinare condizioni di continuità aziendale è altresì stata oggetto di verifiche demandate dalla Società al Prof. Enrico Laghi, incaricato in qualità di Esperto ex art. 182-bis LF. Nelle *comfort letter* rilasciate alla Società rispettivamente in data 19.2.2019, 20.3.2019, 23.5.2019 e 28.5.2019, il Prof. Laghi giudica ragionevole l'aspettativa che la Manovra Finanziaria, unitamente agli altri interventi individuati dalla Società, consenta alla Società di ripristinare una situazione di continuità aziendale nei due scenari analizzati, ossia quello di

⁹ Cfr comunicato stampa di TreviFin del 2.5.2019.

integrale sottoscrizione dell’Aumento di Capitale con diritto di opzione senza alcun intervento delle Banche Sottoscrittrici e quello in cui il mercato non partecipi invece in alcuna misura all’Aumento di Capitale con diritto di opzione, la cui integrale sottoscrizione avverrebbe dunque mediante l’intervento delle Banche Sottoscrittrici.

3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E PRINCIPALI LIMITI, DIFFICOLTÀ VALUTATIVE E ASSUNTI

13. Ai fini della stesura del Parere, si è assunta quale data di *cut off* il 9.7.2019 e si è fatto riferimento ai seguenti principali elementi informativi:
- *comfort letter* in relazione alla prospettata *opinion* ex art. 182-bis comma 1, LF sul *business plan* di Trevi, rilasciate dal Prof. Laghi in data 19.2.2019, 20.3.2019, 23.5.2019 e 28.5.2019;
 - documento dal titolo “*Trevi, Soilmec and TreviFin 2018-22 Business Plan*”, predisposto da BCG in data 19.12.2018, e relativo aggiornamento datato 1.4.2019;
 - documento dal titolo “*Considerazioni sul prezzo di emissione dell’aumento di capitale*”, predisposto dagli *advisor* della Società in data 8.5.2019;
 - documento dal titolo “*Proposta di manovra finanziaria di rafforzamento patrimoniale; Aggiornamento rispetto alla proposta del 15 maggio 2019*”, predisposto dagli *advisor* della Società in data 7.6.2019;
 - documento dal titolo “*Definition of Capital Increase Issue Share Price*”, predisposto da Cassiopea Partners S.r.l.;
 - documenti dal titolo “*Gruppo Trevi. Materiale per discussione. Aggiornamenti per CdA*”, predisposti dagli *advisor* della Società in data 17.5.2018 e 27.7.2018;
 - lettera di Trevi Holding SE (“THSE”) alla Società (1.8.2018) con ad oggetto “*Comunicazioni*”;

- documento dal titolo “*Ipotesi preliminari di un potenziale scenario Standalone*”, non datato, predisposto dagli *advisor* della Società e che risulta inviato ai principali azionisti il 1.8.2018;
- lettere della Società ad accompagnamento del documento di cui al punto alinea precedente agli azionisti THSE (1.8.2018), Polaris (1.8.2018) e FSI (1.8.2018); lettere di risposta di FSI (2.8.2018) e di Polaris (20.08.2018);
- documento dal titolo “*Progetto di Ripatrimonializzazione del Gruppo Trevi*”, predisposto dagli *advisor* della Società in data il 18.9.2018;
- lettere di risposta dei principali azionisti al “*Progetto di Ripatrimonializzazione del Gruppo Trevi*”: (i) THSE (26.9.2018); (ii) FSI (25.9.2018); (iii) Polaris (24.9.2018);
- lettere alla Società degli *advisor* finanziari e legali degli Istituti di Credito del 2.10.2018, e del 14.12.2018 aventi ad oggetto “*Ristrutturazione dell’indebitamento finanziario delle Società*” e relativi allegati;
- documenti dal titolo “*Trevi Group – Capital Strengthening Plan*”, in data 13.11.2018 e in data 22.11.2018, e relativi allegati;
- documento senza data dal titolo “*Overview of the financial restructuring plan*”;
- lettere di risposta dei principali azionisti alla Società: (i) THSE (18.12.2018); (ii) FSI (19.12.2018); (iii) Polaris (19.12.2018);
- documento dal titolo “*Gruppo Trevi. Proposta di manovra finanziaria di rafforzamento patrimoniale*”, predisposto dagli *advisor* della Società in data 19.12.2018;
- varie comunicazioni via mail dell’*advisor* legale degli Istituti di Credito ai soggetti apicali della Società e ai suoi azionisti nel periodo 26.3-12.4.2019;
- comunicati stampa emessi dalla Società negli anni 2017, 2018 e 2019;
- informazioni di mercato (ad esempio prezzi e volumi) raccolte presso la banca dati FactSet, relative alla Società, nonché ad altre società quotate comparabili a TreviFin;

- informazioni di pubblico dominio relative ad operazioni di aumento di capitale comparabili o altre informazioni di pubblico dominio considerate utili ai fini dell'incarico ricevuto.
14. Il presente Parere e le sue conclusioni devono essere apprezzati alla luce dei limiti, delle difficoltà valutative e degli assunti sottesi al lavoro svolto. In particolare:
- il presente Parere è stato elaborato a supporto delle valutazioni di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione della Società, sicché i contenuti e le conclusioni non possono essere utilizzati per finalità e in un contesto diverso da quelli indicati. Inoltre, le conclusioni raggiunte nel Parere si basano sul complesso delle valutazioni in esso contenute, di talché nessuna parte del Parere può essere utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza;
 - il Parere è stato predisposto assumendo che l'Aumento di Capitale con diritto di opzione e l'intera Manovra Finanziaria si realizzino nei termini sostanzialmente conformi a quelli rappresentati allo scrivente e riportati nel documento *“Proposta di manovra finanziaria di rafforzamento patrimoniale. Aggiornamento rispetto alla proposta del 15 maggio 2019”* in data 7.6.2019, nonché facendo pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli elementi informativi esaminati, senza procedere ad alcuna verifica indipendente, o controllo di altro tipo, sugli stessi elementi informativi;
 - come chiarito, l'Aumento di Capitale con diritto di opzione si inquadra nell'ambito del più articolato Piano ex art. 182 finalizzato al riequilibrio della situazione economico-finanziaria della Società e alla ristrutturazione del debito. È estranea al Parere ogni considerazione in ordine a tale piano, alla sua fattibilità o ragionevolezza, che sono e saranno oggetto di attestazione dell'Esperto incaricato dalla Società ai sensi dell'art. 182-bis LF;
 - l'Aumento di Capitale con diritto di opzione viene deliberato, come detto, nell'ambito di una più articolata manovra di risanamento

finalizzata al riequilibrio della situazione economico-finanziaria della Società e alla ristrutturazione del debito, la cui esecuzione risulta, in base agli accordi tra i soggetti partecipanti, subordinata ad alcune condizioni sospensive non ancora realizzatesi. Non si può escludere che, se tali condizioni non dovessero trovare attuazione oppure dovessero trovare diverso sviluppo, anche le considerazioni espresse nel presente Parere in ordine alla congruità del prezzo di emissione delle azioni relative all'Aumento di Capitale con diritto di opzione possano non risultare più valide e applicabili;

- l'incarico ricevuto non prevede una specifica valutazione del capitale economico della Società e si riferisce alle attuali condizioni di mercato, alla volatilità osservabile tenendo in considerazione l'attuale contesto economico-finanziario. A tal riguardo, è inteso che evoluzioni successive nelle condizioni di mercato e/o nell'andamento del corso del titolo della Società, potrebbero avere un impatto anche significativo sulle considerazioni espresse nel presente Parere. Chi scrive non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere le considerazioni espresse nel presente Parere;
- il presente Parere infine non costituisce né un'offerta al pubblico, né un consiglio o una raccomandazione ad acquistare o vendere un qualsiasi prodotto finanziario. Il presente Parere né alcuna delle considerazioni in esso espresse possono o potranno in alcun modo essere considerati/e espressione di un giudizio sulla situazione finanziaria e/o sulla solvibilità della Società.

4. IL PREZZO DI EMISSIONE NELLE OPERAZIONI DI AUMENTO DI CAPITALE IN OPZIONE AI SOCI: UN SINTETICO INQUADRAMENTO DI METODO

15. Per poter inquadrare, da un punto di vista valutativo, la problematica connessa alla determinazione del prezzo di emissione nell'ambito di aumenti di capitale

con diritto di opzione (s'intende una volta intervenuta la decisione di procedere all'aumento di capitale e definito il suo ammontare complessivo) occorre anzitutto ricordare come, in ipotesi di efficienza dei mercati, l'esistenza del diritto di opzione dovrebbe rendere sostanzialmente indifferente per i vecchi azionisti il livello del prezzo di emissione prescelto¹⁰. Infatti, da un lato, l'azionista attuale che intende esercitare il diritto d'opzione, partecipando *pro quota* all'aumento di capitale, non subisce alcuna diluizione azionaria, ritrovandosi ad avere un portafoglio di azioni il cui prezzo medio è rappresentato dal TERP¹¹. Dall'altro lato, l'azionista attuale che non intende partecipare all'aumento di capitale, registra una diluizione in termini azionari, ma non rispetto al valore detenuto in precedenza, in parte monetizzato grazie alla cessione dei diritti non esercitati: attraverso la cessione dei diritti d'opzione ricevuti, l'azionista non sottoscrittore ha la possibilità di "riappropriarsi" dal punto di vista finanziario dello sconto sul TERP associato all'aumento di capitale. Ne consegue che l'aumento di capitale comporta una diluizione di valore in capo agli attuali azionisti solo nella misura in cui il diritto di opzione assegnato non venga sfruttato (mediante il suo esercizio o la sua cessione). Sempre in ipotesi di efficienza dei mercati e di sostanziale stabilità del prezzo del titolo dopo lo stacco del diritto, inoltre, per qualunque prezzo di emissione, anche il nuovo azionista si trova a sottoscrivere azioni con un investimento complessivo sostanzialmente in linea con il TERP, essendo lo stesso dato dalla somma del prezzo pagato per acquisire il diritto

¹⁰ Osservano Brealey e Myers, nel commento a una tabella dal titolo *Il prezzo di emissione di una sottoscrizione privilegiata [con diritto di opzione, n.d.r.] non influenza la ricchezza degli azionisti*, che "se nella parte destra della Tabella applichiamo ancora l'aritmetica, potremmo osservare che il prezzo di emissione è irrilevante in un'offerta di opzione. Dopo tutto, il prezzo di emissione non può influenzare le attività reali possedute dalla società, né tantomeno la proporzione di queste attività a cui ogni azionista ha diritto" (Brealey, Myers, 1990, *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, p. 248). In tal senso, ad esempio, anche Singh (1997, *Layoffs and underwritten rights offers*, in *Journal of Financial Economics*, 43, pp. 105-130).

¹¹ Il TERP (*Theoretical ex right price*) è pari alla media del prezzo del titolo prima dello stacco del diritto (prezzo *cum*) e del prezzo di emissione delle nuove azioni, ponderati in funzione dell'incidenza, rispettivamente, delle vecchie azioni e delle azioni di nuova emissione sul totale delle azioni post aumento di capitale.

a sottoscrivere una nuova azione e dell'esborso sostenuto per sottoscrivere l'azione di nuova emissione.

16. In sintesi, le problematiche valutative connesse alla determinazione del prezzo di emissione e l'esistenza di interessi divergenti nella sua determinazione sembrano collegarsi ad altre circostanze e dinamiche che modificano in maniera disomogenea la posizione dei diversi soggetti coinvolti in un aumento di capitale con diritto di opzione.
17. In particolare, una prima rilevante circostanza è rappresentata dal rischio che, per effetto del suo possibile calo nel periodo di offerta, il prezzo del titolo possa addirittura scendere sotto il prezzo di emissione, facendo così venire meno la convenienza alla sottoscrizione delle azioni di nuova emissione (essendo per chiunque più conveniente acquistare le medesime azioni sul mercato), rendendo di fatto impraticabile il completamento dell'aumento di capitale o imponendo l'intervento del consorzio di garanzia e il suo ingresso quale azionista nella società emittente. Trattasi evidentemente di effetti indesiderati per i diversi soggetti: il primo effetto è certamente indesiderato per gli azionisti e per la società che rischierebbe così di non riuscire a raccogliere le risorse necessarie per realizzare il proprio piano¹²; il secondo lo è per gli eventuali investitori che hanno assunto l'impegno a sottoscrivere le azioni inopiate. La considerazione di questo interesse assume dunque rilievo ai fini del buon esito dell'operazione di aumento di capitale, in particolar modo nei casi in cui l'intervento degli investitori terzi risulti critico ai fini della sottoscrizione dell'aumento programmato, ad esempio per la possibile mancata partecipazione all'aumento di capitale di una quota rilevante degli azionisti attuali o per altre ragioni di mercato, e nei casi in cui il buon esito dell'aumento è a sua volta critico per la stessa sopravvivenza della società. In

¹² Ad esempio, Balachandran et al., osservano che "*Rights offer failure is costly, and the rights issuer who privately expects a fall in stock price over the rights offer period will select a low offering price relative to the current (uninformed) market price to prevent the offer from failing*" (2008, *Rights offerings, takeover, renounceability, and underwriting status*, in *Journal of Financial Economics*, 89, p. 6).

proposito va considerato come recentemente la dottrina abbia segnalato che, ove la raccolta delle risorse finanziarie connesse all'aumento di capitale sia indispensabile per la continuità aziendale, il soddisfacimento di tale interesse abbia rilevanza assorbente e la definizione del prezzo di collocamento debba risultare strumentale a tale interesse¹³. In considerazione di queste circostanze, dunque, si manifesta l'esigenza di definire, proprio mediante l'individuazione del prezzo di emissione o di uno sconto adeguato e tenendo conto delle altre caratteristiche dell'operazione (tra le quali anche la dimensione assoluta e relativa della raccolta, le specificità dell'impresa emittente, il c.d. *take up* degli azionisti attuali e le ragioni che sono all'origine dell'aumento di capitale), un *buffer* tra TERP e prezzo di emissione che contribuisca a contenere il rischio in questione e favorisca l'accordo con investitori disponibili ad assumere l'impegno a sottoscrivere le azioni inopiate, garantendo così il successo dell'aumento di capitale.

18. Sul fronte opposto, una prima circostanza che potrebbe determinare un'attesa di contenimento dello sconto, quale anche emerge per effetto della determinazione del prezzo di emissione, quantomeno da parte degli azionisti che non intendono o non possono esercitare i propri diritti, è rappresentata dalla possibilità che la situazione di equilibrio, meglio di indifferenza, assicurata in via sostanziale proprio dall'assegnazione del diritto di opzione, venga meno se, nel periodo di offerta, si producono dei disallineamenti tra il prezzo teorico del diritto e la sua effettiva quotazione, circostanza questa che sembra essersi manifestata, in passato, in particolare negli aumenti caratterizzati da rilevanti effetti diluitivi e alla cui eliminazione sono finalizzati, appunto, i recenti interventi posti in essere da CONSOB nel caso degli aumenti iperdiluitivi¹⁴. Posto che una delle due determinanti dell'effetto

¹³ A riguardo, si veda Marchetti (2017), "Prezzo di emissione e "bookbuilding" in alcuni recenti casi" in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, pp. 11-31.

¹⁴ In particolare, si fa riferimento al "modello *rolling*", introdotto in questi casi per evitare che, durante gli aumenti di capitale c.d. iperdiluitivi, si verificino anomalie di prezzo sui titoli azionari interessati. Si veda, a riguardo, Comunicazione Consob n. 88305 del 5.10.2016.

diluitivo, ossia l'importanza relativa dell'aumento di capitale, risulta già definita¹⁵, è possibile che, nel processo di definizione del prezzo di emissione, emerga un'attesa di contenimento della dimensione dello sconto, ossia della seconda determinante del complessivo effetto diluitivo, proveniente in particolare dagli azionisti che ritengono di non potere o non volere esercitare i propri diritti, allo scopo di ridurre il rischio che l'ordinaria dinamica di *trading* del diritto possa essere inficiata dalla scelta di uno sconto sul TERP con rilevanti effetti diluitivi.

19. Un altro elemento che pure potrebbe determinare un'attesa di contenimento della dimensione dello sconto proveniente dagli azionisti della società emittente è rappresentato dal possibile effetto segnaletico che tale dimensione potrebbe trasmettere al mercato e dal conseguente impatto sul valore del titolo nel periodo immediatamente successivo all'annuncio. Tale rischio non è indifferente per i vecchi azionisti, dal momento che nell'ipotesi di un calo nel prezzo del titolo durante la fase di offerta (ovvero del prezzo ex diritto), in capo ai vecchi azionisti si realizza una perdita di valore, incorporata nel prezzo delle azioni che essi si troveranno a detenere e/o nel prezzo dei diritti che non si intende esercitare e che verranno ceduti. Tale perdita, qualora ancora presente al termine del periodo di offerta entro il quale i diritti possono essere esercitati, rimarrà incorporata nel valore dei titoli per chi ha sottoscritto le nuove azioni e verrà invece monetizzata da coloro che non hanno ceduto prima i loro diritti e che non intendono esercitarli. In sintesi, i possibili effetti derivanti dal valore segnaletico dello sconto potrebbero spiegare l'esistenza di attese, provenienti dagli azionisti, di contenimento della dimensione dello sconto: contenendo lo sconto si contribuirebbe a segnalare l'elevata qualità

¹⁵ Si fa qui riferimento alla c.d. diluizione *cash neutral* che, come noto, esprime la diluizione già implicita nella scelta di raccogliere nuove risorse finanziarie sul mercato attraverso un aumento di capitale e della rilevanza delle risorse raccolte relativamente alla capitalizzazione dell'emittente e dunque indipendente dalla scelta del prezzo di emissione e del correlato sconto sul TERP. In particolare, la diluizione *cash neutral* è data dal rapporto tra valore del capitale raccolto con l'aumento di capitale e la capitalizzazione di Borsa post aumento (che in prima approssimazione può essere assunta pari alla somma tra la capitalizzazione di Borsa della società pre-aumento di capitale e l'ammontare del capitale raccolto con l'aumento di capitale in opzione).

dei titoli della società emittente e a ridurre il possibile indesiderato effetto negativo sull'andamento del prezzo del titolo.

20. Come emerge anche da quanto sinteticamente riportato, l'individuazione del prezzo di emissione negli aumenti di capitale con diritto d'opzione di caratterizza per ineliminabili spazi di discrezionalità, esercitati tenendo in considerazione le caratteristiche specifiche di operazione ed emittente e ricercando, anche sulla base di queste, il complesso temperamento di una pluralità di interessi, anche potenzialmente confliggenti, potendosi ritenere congrua se non comporta una ingiustificata e irragionevole compressione di taluni di questi interessi ad indebito vantaggio degli altri.

5. LE VERIFICHE IN MERITO ALLA RAGIONEVOLEZZA E NON ARBITRARIETÀ DEI CRITERI ASSUNTI NELLA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE

21. Sulla scorta di quanto poc'anzi osservato si tratta di verificare se il prezzo di emissione individuato dal Consiglio di Amministrazione di TreviFin per l'Aumento di Capitale con diritto di opzione presenti o comporti elementi di irragionevolezza, nella consapevolezza che tale prezzo ha rappresentato un punto di riferimento essenziale nell'ambito del processo negoziale intervenuto con i principali azionisti della Società¹⁶ e le Banche Sottoscrittrici ed ha condizionato l'effettivo esercizio degli spazi di discrezionalità connessi all'individuazione del prezzo di emissione negli aumenti di capitale con diritto d'opzione, in presenza di interessi contrapposti.
22. Nello specifico, come già anticipato, la Manovra Finanziaria approvata dal Consiglio di Amministrazione prevede che il prezzo di emissione per l'Aumento di Capitale con diritto di opzione sia pari a Euro 0,0001, prima del previsto raggruppamento, corrispondente ad un prezzo di emissione di Euro

¹⁶ In particolare, si fa qui riferimento a THSE, FSI e Polaris.

- 0,01, post raggruppamento 100:1. In particolare, il Consiglio di Amministrazione, nell'ambito dei predetti spazi di discrezionalità esistenti e all'esito del già citato percorso negoziale, ha individuato, quale prezzo di emissione, il valore minimo, come risultante dai limiti tecnici esistenti, sulla scorta del numero di azioni in circolazione, disposti da Borsa Italiana S.p.A.
23. Come precisato, per effetto dell'individuazione di tale variabile, vengono contestualmente e matematicamente determinati altri parametri dell'operazione di Aumento di Capitale con diritto di opzione.
24. Tenuto conto del prezzo di chiusura alla data del 9.7.2019, del numero di azioni in circolazione e dell'importo dell'aumento di capitale proposto, l'individuazione del prezzo di emissione comporta la contestuale determinazione del TERP, pari a Euro 0,000132¹⁷ per azione (equivalente a Euro 0,0132 post raggruppamento 100:1), e dello sconto implicitamente applicato rispetto a quest'ultimo, pari al 24,0%¹⁸.
25. Inoltre, sempre per effetto della individuazione del prezzo di emissione, risulta possibile determinare altri termini rilevanti dell'aumento di capitale, quali il fattore di rettifica K, pari a 0,00052906, il valore dei diritti d'opzione attribuiti ad ogni azione, pari a Euro 0,249368, e così anche la quota parte del prezzo del titolo implicitamente trasferita in tali diritti al momento del loro stacco (pari al 99,9%).

¹⁷ Il TERP pre raggruppamento è indicato al fine di fornire un confronto tra i dati pre e post raggruppamento. Come già esposto, il limite tecnico di negoziazione dei titoli è costituito dalla quarta cifra decimale; per facilitare il confronto con i dati post raggruppamento, i dati pre raggruppamento sono stati arrotondati alla sesta cifra decimale. Si precisa che i calcoli presentati assumono che i prezzi di borsa possano correttamente formarsi anche in relazione alle operazioni di raggruppamento previste.

¹⁸ Il TERP è stato calcolato considerando il solo numero di nuove azioni emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale con diritto di opzione. Il TERP così calcolato potrebbe rimanere invariato o ridursi a seguito dell'Aumento di Capitale Riservato a seconda che l'attuale prezzo di Borsa, alla luce delle comunicazioni già effettuate, anticipi o meno, per quanto possibile e sulla base di aspettative ragionevoli, gli effetti relativi alla Manovra Finanziaria nel suo complesso, incluso l'allineamento dei prezzi di emissione nell'Aumento di Capitale con diritto di opzione e nell'Aumento di Capitale Riservato.

26. Sempre per effetto della individuazione del prezzo di emissione, dato l'importo dell'aumento di capitale deliberato e il numero delle azioni in circolazione, risulta possibile individuare il numero delle azioni da emettere al servizio dell'aumento di capitale e con esso la dimensione della diluizione azionaria, ossia il calo della partecipazione azionaria registrata dall'azionista che decide di non partecipare all'aumento di capitale, pari al 99,99%, nonché la differenza tra tale effetto diluitivo e quello c.d. *cash neutral*, ossia il calo della partecipazione che si produrrebbe nella partecipazione dell'azionista che dovesse decidere di mantenere inalterato, in valore assoluto, il proprio investimento nella società anche mediante l'impiego delle risorse finanziarie ottenute mediante la cessione dei diritti di opzione a lui spettanti, pari al 76% circa.
27. Sulla scorta di tali termini, tutti determinatisi in relazione all'intervenuta definizione del prezzo di emissione da parte del Consiglio di Amministrazione, si è proceduto a verificare, da un lato, se gli stessi comportassero o meno una penalizzazione irragionevole nelle attese degli attuali azionisti, alla luce delle circostanze e delle considerazioni come in precedenza segnalate (cfr. *supra* §§ 2 e 4); dall'altro lato, e sempre alla luce delle medesime circostanze e considerazioni, se gli stessi fossero o meno ragionevolmente coerenti con le esigenze della Società di portare a termine l'Aumento di Capitale e dunque con l'obiettivo di soddisfare le attese dei soggetti che hanno fornito il proprio impegno alla sottoscrizione dell'eventuale inoptato.
28. Nella prospettiva degli attuali azionisti, in particolare, si è proceduto a verificare:
- in via principale, secondo prassi, se la dimensione dello sconto sul TERP determinatosi in via implicita per effetto della individuazione del prezzo di emissione fosse o meno in linea con gli sconti applicati nelle altre operazioni di aumento di capitale con diritto di opzione realizzate nel mercato italiano;

- a titolo di ulteriore riscontro, se il trasferimento di una rilevante quota del prezzo *cum* sul prezzo del diritto d'opzione, le cui oscillazioni, come detto, potrebbero maggiormente esporre ad un rischio di perdita gli azionisti attuali, trovi o meno elementi di coerenza con le specificità dell'attuale situazione economico-finanziaria della Società e con il suo valore economico, prima della effettiva realizzazione della Manovra Finanziaria.
29. Entrambe le verifiche hanno restituito un riscontro positivo, ferma restando la già richiamata esistenza di ineliminabili spazi di discrezionalità che caratterizza sempre l'individuazione del prezzo di emissione negli aumenti di capitale con diritto d'opzione¹⁹ e la circostanza che, nel caso di specie, all'interno di tali spazi, in relazione all'esito del percorso negoziale intervenuto con i principali azionisti della Società e le Banche Sottoscrittrici, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di posizionarsi sul prezzo di emissione minimo, come risultante dai limiti tecnici esistenti, sulla scorta del numero di azioni in circolazione, disposti dalla Società di gestione del mercato.
30. In particolare, lo sconto sul TERP individuato implicitamente mediante la definizione del prezzo di emissione risulta inferiore allo sconto medio, pari a 26,9%, e a quello mediano, pari a 29,8% applicato nell'ambito di un campione di 44 aumenti di capitale realizzati, per importi almeno uguali a Euro 25 milioni²⁰, sul mercato italiano dal 2014 al 2019. Alla medesima conclusione

¹⁹ Con riguardo ai menzionati spazi di discrezionalità, si osserva che, effettuando un'analisi di sensitività, stanti le caratteristiche dell'aumento di capitale in esame, risulta che la riduzione di un punto percentuale dello sconto sul TERP (dal 24,0% al 23,0%) determinerebbe un prezzo di emissione pari a Euro 0,01 per raggruppamento e una diluizione azionaria del 98,69%.

²⁰ Nelle analisi sviluppate dal Consiglio di Amministrazione con il supporto dei propri *advisor*, venivano incluse nel campione osservato solo le operazioni con raccolta superiore a Euro 50 milioni. La media e la mediana risultano superiori anche all'interno del sotto-campione rappresentato dalle sole operazioni relative ad aziende non finanziarie. La media e la mediana del campione di operazioni di aumento di capitale risulta inferiore a quello dell'operazione in esame solo se nel campione vengono inclusi anche i numerosi aumenti nei quali l'importo raccolto si colloca al di sotto di Euro 5 milioni. Anche in questo caso, la media ponderata per la raccolta risulterebbe superiore.

si giunge anche selezionando all'interno di questo più ampio campione, i soli aumenti di capitali c.d. iperdiluitivi (ossia quelli per i quali il coefficiente di rettifica K è uguale o minore di 0,3), dal momento che lo sconto medio e quello mediano di quest'ultimo più ristretto campione risultano pari, rispettivamente, a 30,3% e a 35,4%²¹.

31. Sempre con specifico riguardo alla dimensione dello sconto sul TERP implicitamente determinatosi per effetto della individuazione del prezzo di emissione, lo stesso è risultato coerente anche con la stima ottenuta sulla scorta di un'analisi più articolata, fondata sulla ricerca di possibili correlazioni tra caratteristiche dell'aumento e sconto applicato. In particolare, prendendo in esame tutte le operazioni di aumento di capitale realizzate sul mercato italiano nel periodo 2014-2019, sono state individuate alcune variabili – la dimensione del capitale raccolto e la presenza di investitori e/o consorzi di garanzia che hanno esplicitato il loro *commitment* a sottoscrivere, almeno in parte, l'inoptato – correlate alla dimensione assunta dallo sconto sul TERP. Lo sconto sul TERP ottenuto utilizzando le correlazioni individuate e i parametri assunti dall'operazione in analisi non risulta incoerente a quello implicitamente individuato dal Consiglio di Amministrazione per effetto della determinazione del prezzo di emissione.
32. Come detto, a titolo di ulteriore riscontro della non irragionevolezza del prezzo di emissione nella prospettiva degli azionisti attuali, si è proceduto ad un approfondimento relativamente al valore assunto, per effetto della individuazione del medesimo prezzo di emissione, da due ulteriori termini dell'Aumento di Capitale con diritto di opzione: la diluizione azionaria, da un lato, e la rilevanza assunta, in termini relativi, dal prezzo dei diritti di opzione, che incorpora il 99,9% del valore delle azioni detenute dagli attuali azionisti prima dello stacco di tale diritto (c.d. prezzo *cum*), dall'altro lato. Per quanto chiarito in precedenza, valori elevati in tali parametri, pur non comportando

²¹ Ad esiti analoghi si giunge anche includendo nel campione degli aumenti iperdiluitivi anche le operazioni caratterizzati da importi raccolti inferiori alla soglia di Euro 25 milioni.

di per sé una perdita di valore per l'azionista attuale, comportano una maggiore esposizione al rischio di inefficienze nel mercato dei diritti per l'azionista attuale che non intendesse o non potesse partecipare pro quota all'Aumento di Capitale con diritto di opzione.

33. Le analisi condotte a riguardo dei parametri sopra menzionati non hanno evidenziato elementi di irragionevolezza, avuto anche riguardo alle circostanze specifiche che caratterizzano questa operazione. Infatti, come chiarito in precedenza, la dimensione della diluizione azionaria dipende da due fattori: l'importo relativo del capitale raccolto, ossia una variabile non influenzata dal prezzo di emissione e lo sconto sul TERP, sulla cui non irragionevolezza già si è detto. In sintesi, i valori della diluizione azionaria non possono essere collegati ad elementi di irragionevolezza introdotti nell'Aumento di Capitale con diritto di opzione per effetto dell'individuazione del prezzo di emissione contenuta nella proposta di Manovra Finanziaria.
34. Quanto poi all'elevata percentuale del prezzo *cum* delle azioni trasferita nel valore dell'opzione dopo lo stacco di quest'ultimo, si è proceduto a verificare se e in che misura tale circostanza potesse risultare incoerente e peggiorativa rispetto all'effettiva situazione degli azionisti attuali, in assenza cioè della predetta Manovra Finanziaria. Le analisi condotte hanno dato esito negativo. Come già segnalato al precedente § 2, il Gruppo Trevi è stato interessato da un rilevante peggioramento della propria situazione economico-finanziaria e, in assenza della Manovra Finanziaria, non verrebbe posto rimedio alla situazione di patrimonio netto non marginalmente negativo, nonché, per quanto rappresentatoci, a quella di perdita della continuità aziendale, nella quale si trova la Società. In sintesi, l'analisi dell'attuale situazione del Gruppo Trevi sembrerebbe confermare che, in assenza della Manovra Finanziaria, il suo valore economico non sarebbe positivo: l'attuale valore del Gruppo sembrerebbe dunque risiedere essenzialmente nell'opzione di poter partecipare alla Manovra Finanziaria medesima e nel complessivo recupero

economico e finanziario che la stessa dovrebbe consentire di realizzare. Quadro, questo, che non presenta profili di incoerenza con l'elevata percentuale del prezzo allocata al diritto di opzione per effetto della individuazione del prezzo di emissione.

35. Vi è poi da aggiungere che nell'ambito della Manovra Finanziaria è stata prevista l'assegnazione a titolo gratuito agli azionisti attuali di Warrant, il cui impatto opera nel senso di contemperare gli effetti della diluizione che gli azionisti attuali potrebbero subire. In termini sostanziali, infatti, il Warrant comporta, per l'azionista attuale, effetti patrimoniali, pur variabili in funzione del valore assunto dai Warrant medesimi, quali si sarebbero potuti altrimenti ottenere con prezzi di emissione superiori²².
36. Venendo ora ad assumere una diversa prospettiva, ossia quella degli investitori a cui viene chiesto di sottoscrivere l'aumento di capitale e dei soggetti a cui viene richiesto l'impegno a sottoscrivere l'eventuale quota di inoptato, si osserva quanto segue.
37. Anzitutto, in questa prospettiva, come già anticipato, la definizione del prezzo di emissione (e la conseguente determinazione dello sconto sul TERP) consente di determinare un *buffer* (un differenziale) tra lo stesso TERP e il prezzo di emissione volto a ridurre il rischio che il prezzo del titolo ex diritto possa, durante il periodo di offerta, scendere sotto il prezzo di emissione. Il contenimento di tale rischio non è funzionale solo al positivo completamento dell'operazione di aumento di capitale, ma, prima ancora, lo è anche nella ricerca di investitori disponibili ad assumere l'impegno a sottoscrivere la quota eventualmente inoptata e a garantire così il successo dell'operazione medesima. La definizione del prezzo di emissione e del connesso sconto sul TERP risulta in tal senso funzionale all'esigenza di individuare un profilo di rischio/rendimento dell'investimento prospettato ai sottoscrittori

²² Si intende, in particolare, nel caso in cui gli azionisti attuali non possano seguire l'aumento di capitale e non siano nella condizione di valorizzare i diritti di opzione a loro assegnati.

comparativamente migliore rispetto a quello ottenibile da altri investimenti caratterizzati da un livello di rischio analogo. E ciò allo scopo di rendere plausibile per quei rendimenti un punto di incontro tra domanda e offerta dei titoli, assicurando così il successo all'operazione di raccolta e, implicitamente, fissando livelli di sconti coerenti anche con l'attesa degli *underwriter*, di dover essere eventualmente chiamati ad intervenire solo per prezzi di emissione che alimentino la ragionevole aspettativa di poter poi ricollocare in maniera conveniente i medesimi titoli presso investitori terzi.

38. Venendo al caso specifico, si è proceduto a verificare se, tenuto conto delle caratteristiche specifiche dell'Aumento di Capitale con diritto di opzione, fosse o meno ragionevole la creazione di un *buffer* tra TERP e prezzo di emissione e se le prospettive di rischio rendimento configurate, alla luce, tra l'altro, delle attese riportate nel Nuovo Piano Industriale, del profilo di rischio specifico che caratterizza la Società e della scelta del prezzo di emissione, evidenziassero o meno profili di irragionevole vantaggio per gli investitori che hanno assunto l'impegno di sottoscrivere l'eventuale inoptato.
39. Le analisi condotte non hanno evidenziato elementi tali da considerare irragionevole la formazione di un *buffer* (i.e. lo sconto tra prezzo di emissione e TERP) e la dimensione dello stesso. In particolare, depongono a favore della non irragionevolezza della formazione di un *buffer* e della sua dimensione, numerose evidenze:
- il sostanziale allineamento dello sconto sul TERP (e dunque del *buffer*) implicitamente fissato con la definizione del prezzo di emissione rispetto a quello applicato in aumenti di capitale comparabili;
 - la tempistica dell'operazione di aumento di capitale²³ che determina il periodo nel quale gli azionisti che hanno assunto l'impegno di sottoscrivere le quote inoptate sono esposti al rischio di un calo del

²³ Si prevede che l'Aumento di Capitale con diritto di opzione, l'Aumento di Capitale Riservato e l'assegnazione dei Warrant possano essere eseguiti indicativamente tra i mesi di ottobre e dicembre 2019.

prezzo per ragioni esterne di mercato o interne di azienda, anche in considerazione della specifica volatilità registrata dal titolo TreviFin;

- le risultanze dell'analisi di sensitività condotta sul possibile valore economico del titolo post Manovra Finanziaria, parametro questo che potrebbe a sua volta influenzare la dinamica del prezzo. In particolare, utilizzando i dati del Nuovo Piano Industriale e il *range* di valori economici ottenuti simulando gli esiti di diversi metodi valutativi, emerge che, per una parte di tale *range*, il valore economico del titolo post Manovra Finanziaria potrebbe risultare inferiore al TERP (arrivando addirittura a valori economici inferiori al prezzo di emissione)²⁴, dando così concretezza al rischio che il prezzo possa anche scendere al di sotto del TERP²⁵;
- le risultanze dell'analisi di sensitività condotte sui rendimenti attesi per i sottoscrittori, come desumibili sulla base del Nuovo Piano Industriale. Nello specifico è emerso che nell'ipotesi di ingresso al prezzo di emissione (anziché al TERP), i rendimenti attesi per gli investitori che si sono impegnati a sottoscrivere l'eventuale inoptato non risultano incoerenti con il profilo di rischio specifico che caratterizza attualmente la Società e il suo possibile andamento.

40. In sintesi, per quanto riguarda il prezzo di emissione in Euro 0,0001 per azione pre raggruppamento, individuato, come è prassi che accada, all'esito di un percorso negoziale, si osserva quanto segue:

- fermo restando che:
 - ✓ l'individuazione del prezzo di emissione non comporta di per sé una modifica nel profilo di convenienza di azionisti attuali e dei nuovi investitori;

²⁴ I valori economici del titolo tengono conto anche degli effetti dell'Aumento di Capitale Riservato e del prezzo di emissione fissato per le azioni al servizio di tale aumento.


²⁵ A riguardo, l'eventuale presenza di aspettative diverse relativamente ai termini dell'Aumento di Capitale Riservato costituisce una ulteriore fonte di incertezza circa il possibile manifestarsi di un calo del titolo rispetto al TERP individuato post Aumento di Capitale con diritto di opzione.

- ✓ il prezzo di emissione è stato individuato come uno dei punti di riferimento essenziali nell'ambito del processo negoziale con i principali azionisti della Società e con le Banche Sottoscrittrici che ha portato alla definizione e approvazione della Manovra Finanziaria;
- ✓ tale Manovra Finanziaria risulta essere imprescindibile per ripristinare le ordinarie condizioni di continuità aziendale e allo stato attuale non sembrano esistere opzioni alternative a disposizione degli Amministratori della Società idonee a conseguire lo stesso risultato;
- con il complesso delle analisi condotte, si è verificato inoltre che il prezzo di emissione e il correlato sconto sul TERP, come individuati al termine del sopra richiamato processo negoziale, il cui esito ha condizionato gli spazi di discrezionalità effettivamente esercitabili nel caso di specie, non presentano profili di irragionevolezza e arbitrarietà sia con riguardo alle attese degli attuali azionisti, sia con riguardo alle attese dei soggetti che si sono impegnati a sottoscrivere l'eventuale quota di inoptato.

6. CONCLUSIONI

41. Tenuto conto delle analisi e delle considerazioni sopra espresse, sulla base della documentazione esaminata e considerati i limiti e la portata del presente Parere come indicati al precedente § 3, riteniamo che il prezzo di emissione delle nuove azioni TreviFin nell'ambito dell'Aumento di Capitale con diritto di opzione di massimi Euro 130 milioni, individuato in Euro 0,0001 all'esito del percorso negoziale con i principali azionisti della Società e con le Banche Sottoscrittrici, non presenti elementi di irragionevolezza ed arbitrarietà e possa quindi essere considerato congruo.

Milano, 10 luglio 2019


Prof. Pietro Mazzola