

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL LIQUIDATORE UNICO SUL VALORE DI LIQUIDAZIONE A FAVORE DEGLI AZIONISTI RECEDENTI DI GALA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2437-TER DEL CODICE CIVILE**

## 1. PREMESSA

Il Liquidatore di GALA S.p.A. in Liquidazione (d'ora in avanti Il Liquidatore), in data 14 maggio 2020, ha approvato il progetto di fusione - redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del codice civile dagli organi amministrativi della Società - di GALA con GALA Power S.p.A., Proxhima S.r.l. e GALA Tech S.r.l. in Liquidazione.

Gli Azionisti di GALA S.p.A. in Liquidazione (d'ora in avanti GALA) sono quindi chiamati a deliberare in merito all'operazione di fusione per incorporazione delle società interamente controllate GALA Power S.p.A., Proxhima S.r.l. e GALA Tech S.r.l. in Liquidazione e contestuale revoca dello stato di liquidazione della GALA, previa modifica dello Statuto (d'ora in avanti complessivamente definita *Operazione Straordinaria*)<sup>1</sup>. Per maggiori informazioni sull'*Operazione Straordinaria* si rinvia alla documentazione messa a disposizione con le modalità e nei termini previsti dalla normativa, anche regolamentare, vigente.

L'adozione del nuovo Statuto (che comporta, tra l'altro, una significativa modifica dell'oggetto sociale) e la revoca dello stato di liquidazione comportano per gli Azionisti di GALA che non avranno concorso all'adozione delle relative delibere assembleari di approvazione dell'*Operazione Straordinaria* (in quanto assenti, astenuti o dissenzienti) il diritto di recesso, ai sensi degli artt. 2437 e seguenti del codice civile, ricorrendo i presupposti di cui al comma 1, lettere a), e d) del citato articolo del codice civile.

In ogni caso, l'efficacia dell'esercizio del diritto di recesso (e così pure il pagamento del valore di liquidazione) è subordinata al perfezionamento dell'*Operazione Straordinaria* e, quindi, alla stipula ed iscrizione nel registro delle imprese dell'atto di fusione.

Il Liquidatore, in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti a seguito delle sopra citate modifiche, ha incaricato in data 21 febbraio 2020 il Prof. Dott. Matteo Caratozzolo (di seguito, anche il "Consulente") di predisporre una valutazione della Società. In data 9 aprile 2020, il Consulente ha predisposto la valutazione della società (di seguito, anche la "Valutazione").

Il Liquidatore, fatta sua la valutazione svolta dal Consulente, ha proceduto alla stima del valore di liquidazione delle azioni ordinarie da corrispondere agli eventuali soci recedenti e ha messo a disposizione del Collegio Sindacale e del Revisore Legale della società EY S.p.A., per la redazione dei rispettivi pareri, la documentazione a supporto della valorizzazione.

---

<sup>1</sup> Insieme agli altri punti previsti all'ordine del giorno: ricognizione della durata novennale dell'incarico di revisione, ricostituzione dell'organo amministrativo e relativa determinazione dei compensi.

## 2. CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DI RECESSO

Il Liquidatore di GALA, ricevute le relazioni del Collegio Sindacale (sub Allegato 1) e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti EY S.p.A. (sub Allegato 2), come previsto dall'articolo 2437-ter del codice civile ha, quindi, provveduto alla determinazione del valore definitivo di liquidazione delle azioni ordinarie ai fini del recesso.

In relazione a quanto disposto dall'articolo 2437-ter del codice civile, nella determinazione del valore in questione non si è ritenuto di utilizzare il parametro dell'eventuale valore di mercato dell'azione, in quanto le azioni di GALA non sono più negoziate sul mercato AIM (da anni) e, dunque, manca un riferimento che possa essere considerato indicativo del valore "fondamentale" dell'azienda.

In relazione a quanto disposto dall'articolo 2437-ter del codice civile, nella determinazione del valore in questione non si è ritenuto di utilizzare neppure il parametro della "prospettiva reddituale" per calcolare un *goodwill/badwill* in aggiunta (o in diminuzione) di un patrimonio netto rettificato a valori correnti, in quanto la previsione delle prospettive reddituali dell'art. 2437-ter c.c. è riferita dal legislatore ad un'impresa in normale funzionamento e non ad una impresa in liquidazione, rispetto alla quale le aspettative del socio attengono al conseguimento di una quota dell'attivo netto residuo al termine della liquidazione.

In altri termini, nel caso di specie, ai fini di cui trattasi, il valore fondamentale o intrinseco è il valore in atto dell'azienda, non il suo valore potenziale (derivante dalla proiezione di flussi reddituali o finanziari futuri specie se riferiti a 5/7 anni, come avviene col metodo finanziario D.C.F.). Per cui esso deve esprimere la situazione dell'impresa "*nella sua realtà operativa corrente*" e come essa è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso (ossia in stato di liquidazione e non di funzionamento), in una prospettiva *stand alone* (azienda "*as is and where is*").

Del resto, posto che il recesso viene esercitato prima del perfezionamento dell'Operazione Straordinaria, ai fini della determinazione del valore di recesso, non si deve tener conto degli effetti (positivi o negativi) di detta Operazione, ma si deve aver riguardo al solo criterio della consistenza patrimoniale *ante* Operazione Straordinaria.

Conseguentemente, per la determinazione del valore di recesso, si è adottato il criterio della consistenza patrimoniale della Società e si è quindi tenuto conto delle attività e passività che compongono l'azienda in stato di liquidazione, incrementato del valore rettificato delle partecipazioni in alcune società controllate, al netto del relativo effetto fiscale teorico, e dell'*intangible asset* denominato "*customer list*" costituito dalla valorizzazione sul mercato di n. 4.424 contratti con clienti afferenti il ramo d'azienda in esercizio per la fornitura di gas ed energia elettrica.

Alla luce di tali considerazioni, il Liquidatore, vista la Valutazione del Consulente, ha ritenuto di individuare il valore del capitale economico della società in Euro 70.000.000, dopo arrotondamenti. Tale valore diviso per il numero delle azioni ordinarie di GALA (16.366.456), porta ad un valore unitario di Euro 4,28.

### 3. MODALITA' E TERMINI DI ESERCIZIO DEL DIRITTO DI RECESSO

Agli azionisti della società che non avranno concorso (in quanto assenti, astenuti o dissenzienti) all'approvazione delle deliberazioni assembleari di approvazione dell'Operazione Straordinaria, che prevedono tra l'altro la modifica dell'oggetto sociale (che determina un cambiamento significativo dell'attività della Società) e la revoca dello stato di liquidazione, compete il diritto di recesso ai sensi degli articoli 2437 e seguenti del codice civile da esercitarsi ai sensi dell'articolo 2437-bis del codice civile nei limiti e con le modalità di seguito indicati.

Tenuto conto che gli eventi previsti dall'articolo 2437, comma 1, lett. a), e lett. d), del codice civile che legittimano l'esercizio del diritto di recesso (o meglio la significativa modifica dell'oggetto sociale e la conseguente revoca dello stato di liquidazione), si verificheranno solo nel caso di perfezionamento dell'*Operazione Straordinaria*, l'efficacia dell'esercizio del diritto di recesso (e così pure il pagamento del valore di liquidazione) rimarrà subordinata al perfezionamento dell'*Operazione Straordinaria* e, quindi, alla stipula ed iscrizione nel registro delle imprese dell'atto di fusione. Tutto ciò, fermi restando i termini previsti dall'art. 2437-bis, comma 1 del codice civile, per l'esercizio del recesso.

Coerentemente con quanto stabilito dall'articolo 2437-bis del codice civile, il diritto di recesso potrà essere esercitato, per tutte o parte delle azioni detenute, dagli azionisti di Gala che non abbiano concorso all'adozione delle deliberazioni di cui trattasi. L'esercizio deve avvenire mediante (i) l'invio di lettera raccomandata che deve essere spedita all'indirizzo della sede legale della Società (via Savoia, 43/47 - 00198 Roma), ovvero tramite (ii) posta elettronica certificata al seguente indirizzo di posta elettronica certificata [gala@pec.gala.it](mailto:gala@pec.gala.it), in ogni caso entro 15 giorni dalla data di iscrizione nel Registro delle Imprese della deliberazione dell'Assemblea Straordinaria di Gala relativa all'approvazione dell'*Operazione Straordinaria*; tale data verrà resa nota con avviso pubblicato nei termini e secondo le modalità previste dalla normativa, anche regolamentare, vigente.

Nel caso di invio mediante lettera raccomandata, tuttavia, si invitano gli aventi diritto, al fine del corretto svolgimento della procedura, a trasmettere la Dichiarazione di Recesso anche tramite posta elettronica all'indirizzo [ir@gala.it](mailto:ir@gala.it).

La Dichiarazione di Recesso dovrà recare le seguenti informazioni: i dati anagrafici, il codice fiscale, il domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento ed un recapito telefonico del socio; il numero di azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso; l'indicazione dell'intermediario presso cui sono depositate le azioni oggetto di recesso; gli estremi e le coordinate del conto corrente del socio recedente su cui dovrà essere accreditato il valore di liquidazione delle azioni stesse.

Inoltre il socio recedente deve richiedere che l'intermediario invii a Gala S.p.A. idonea comunicazione attestante la titolarità ininterrotta delle azioni oggetto di recesso in capo al richiedente dalla data dell'Assemblea sino alla data della comunicazione, nonché l'assenza di pegni o altri vincoli sulle azioni in relazione alle quali il diritto di recesso è stato esercitato.

Qualora le azioni oggetto di recesso siano gravate da pegno o da altri vincoli in favore di terzi, il socio recedente deve, altresì, allegare alla dichiarazione di recesso l'attestazione del

creditore pignoratizio (o del soggetto a favore del quale sia apposto il vincolo) con cui esso presti il proprio consenso irrevocabile ed incondizionato alla liberazione delle azioni dal pegno e/o dal vincolo, nonché alla liquidazione delle azioni oggetto di recesso, in conformità alle istruzioni del socio recedente.

L'intermediario dovrà trasmettere la comunicazione per posta elettronica certificata secondo le istruzioni che verranno diffuse da Gala S.p.A. tramite Monte Titoli S.p.A. con apposita disposizione di servizio, e dovrà rendere indisponibili le azioni Gala S.p.A. oggetto di recesso sino all'esito del procedimento di liquidazione.

Si rammenta agli azionisti che, in conformità alle inderogabili disposizioni di legge, l'esercizio del diritto di recesso è irrevocabile e le azioni in relazione alle quali sia stato esercitato sono bloccate (e pertanto non sono cedibili) nel periodo compreso tra la data di esercizio del diritto di recesso e il completamento della procedura di recesso.

Le azioni in relazione alle quali sia stato esercitato il diritto di recesso saranno offerte in opzione agli altri azionisti diversi da coloro che abbiano esercitato il diritto di recesso, in proporzione al numero delle azioni possedute da questi ultimi (l'**"Offerta in Opzione"**). Per l'esercizio del diritto di opzione verrà concesso un termine che non sarà inferiore a 30 giorni dal deposito dell'Offerta in Opzione. I soci di GALA che eserciteranno il diritto di opzione nell'ambito dell'Offerta in Opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno, altresì, diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste inoptrate (l'**"Offerta in Prelazione"**). GALA comunicherà in tempo utile tutte le informazioni necessarie in merito all'Offerta in Opzione e comunicherà le modalità di adesione all'Offerta in Opzione ed ogni ulteriore informazione relativa alla stessa nell'avviso che sarà depositato presso il registro delle imprese ai sensi dell'articolo 2437-*quater* del codice civile. Qualora, ad esito delle predette procedure di Offerta in Opzione ed Offerta in Prelazione, residuino azioni oggetto del diritto di recesso, troverà applicazione l'ulteriore disciplina prevista dall'articolo 2437-*quater* del codice civile.

La suddetta procedura, nonché il pagamento di ogni corrispettivo dovuto agli azionisti recedenti, saranno condizionati al perfezionamento dell'*Operazione Straordinaria* (e, quindi, alla stipula ed iscrizione nel registro delle imprese dell'atto di fusione). Conseguentemente, se l'*Operazione Straordinaria* non sarà perfezionata, le azioni in relazione alle quali sia stato esercitato il diritto di recesso continueranno a essere di proprietà degli azionisti che abbiano esercitato il recesso, senza che alcun pagamento sia effettuato in favore dei suddetti azionisti.

La presente la Relazione, unitamente alle relazioni del Collegio Sindacale e di EY S.p.A., sono a disposizione del pubblico presso la sede sociale di GALA e sul sito internet della Società all'indirizzo [www.gala.it](http://www.gala.it).

Roma, 2 giugno 2020

**GALA S.p.A. in liquidazione**

**Il Liquidatore**

Ing. Filippo Tortoriello

Sono allegati alla presente relazione:

- Allegato 1: Relazione del Collegio sindacale;
- Allegato 2: Relazione del revisore legale dei conti (EY S.p.A.)

## GALA S.p.A.

Sede in ROMA VIA SAVOIA 43/47  
Capitale sociale Euro 16.366.456,00 i.v.  
Registro Imprese di Roma R.E.A. n. 993254  
C.F. e P.Iva 06832931007

### PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE AI SENSI DELL'ART. 2437-ter, COMMA 2, DEL CODICE CIVILE

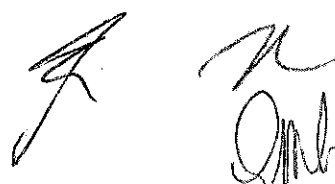
Il Liquidatore di Gala S.p.A. in liquidazione ("Gala" o la "Società") in data odierna ha messo anticipatamente a disposizione della EY s.p.a., incaricata della Revisione contabile, e dello scrivente Collegio Sindacale, la Relazione Illustrativa sul diritto di recesso ex art. 2437-ter del codice civile ("Relazione del Liquidatore"), nonché la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico.

Tale determinazione si inserisce nel più ampio scenario di un'operazione di fusione per incorporazione ("Operazione Straordinaria") delle società Proxhima S.r.l., Gala Power S.p.A., Gala Tech S.r.l. in liquidazione (società incorporande interamente controllate dalla incorporante) nella Gala in liquidazione (società incorporante).

Agli azionisti della Società che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del progetto di fusione e di revoca dello stato di liquidazione, compete il diritto di recesso ai sensi degli articoli 2437 e ss. del c.c., in quanto la delibera *ut supra* prevederà la rimozione della causa di scioglimento mediante modifica dell'oggetto sociale, comportante un cambiamento significativo dell'attività della Società. Tale fattispecie è espressamente enunciata all'art. 2437, comma 1, lett a) e d) dove si evince che *"Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:*

- a) *La modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società'; [...]*
- d) *La revoca dello stato di liquidazione. [...]"*

Ricorrono, pertanto, i presupposti di cui al suindicato riferimento normativo per l'esercizio del diritto di recesso. L'efficacia del diritto di recesso, come chiaramente esposto dal Liquidatore nella propria Relazione, *"è subordinata al perfezionamento dell'Operazione*



*Straordinaria e, quindi, alla stipula ed iscrizione nel registro delle imprese dell'atto di fusione".*

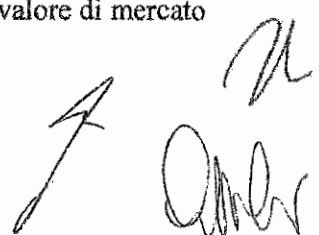
Il Revisore, con il quale sono state intrattenute le interlocuzioni necessarie ai fini dell'espressione dei rispettivi giudizi, ha messo a disposizione la propria relazione che, per quanto utile, verrà in questo scritto opportunamente richiamata.

Il valore delle azioni è stato determinato dal Liquidatore sulla base di una consulenza valutativa a firma del Prof. Dott. Matteo Caratozzolo ("Consulente"), rilasciata in data 9 aprile 2020 (la "Consulenza"), con a base di riferimento il bilancio intermedio di liquidazione al 31 dicembre 2019, certificato dalla società di revisione EY s.p.a. con giudizio positivo senza rilievi.

Il Liquidatore così sintetizza, nel paragrafo "Criteri di determinazione del valore di recesso" della propria Relazione, il metodo valutativo adottato: *"..In altri termini, nel caso di specie, ai fini di cui trattasi, il valore fondamentale o intrinseco è il valore in atto dell'azienda, non il suo valore potenziale (derivante dalla proiezione di flussi reddituali o finanziari futuri specie se riferiti a 5/7 anni, come avviene col metodo finanziario D.C.F.). Per cui esso deve esprimere la situazione dell'impresa "nella sua realtà operativa corrente" e come essa è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso (ossia in stato di liquidazione e non di funzionamento), in una prospettiva stand alone (azienda "as is and where is")."*

Ed ancora: *"Del resto, posto che il recesso viene esercitato prima del perfezionamento dell'operazione Straordinaria, ai fini della determinazione del valore di recesso, non si deve tener conto degli effetti (positivi o negativi) di detta operazione, ma si deve aver riguardo al solo criterio della consistenza patrimoniale ante Operazione Straordinaria [sottolineatura dello scrivente]. Conseguentemente, per la determinazione del valore di recesso, si è adottato il criterio della consistenza patrimoniale della Società e si è quindi tenuto conto delle attività e passività che compongono l'azienda in stato di liquidazione, incrementato del valore rettificato delle partecipazioni in alcune società controllate, al netto del relativo effetto fiscale teorico, e dell'intangible asset denominato "customer list" costituito dalla valorizzazione sul mercato di n. 4.424 contratti con i clienti afferenti il ramo d'azienda in esercizio per la fornitura di gas ed energia elettrica".*

Il criterio di determinazione del valore delle azioni adottato è stato, quindi, esclusivamente quello della consistenza patrimoniale, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 1, codice civile, non potendosi tener conto, altresì, delle prospettive reddituali e dell'eventuale valore di mercato



delle azioni per le motivazioni illustrate nella Consulenza, attribuendo, così, un valore economico della società di Euro 70.000.000,00 (settanta milioni/00) che suddiviso per il numero delle azioni ordinarie di Gala (16.366.456), attribuisce il valore unitario di recesso per ciascuna azione ordinaria in 4,28 (quattro virgola ventotto) Euro cadauna.

L'approccio valutativo, espresso nella perizia, è fondato sul metodo patrimoniale basato sul patrimonio netto rettificato a valori correnti tenuto conto che, per le società in liquidazione in conformità a quanto stabilito dall'OIC 5 – Bilanci di liquidazione, il valore delle attività iscritte in bilancio è un "valore di realizzo per stralcio", mentre per le passività è un "valore di estinzione" opportunamente attualizzato.

Il bilancio intermedio di liquidazione di Gala al 31 dicembre 2019 indica distintamente le voci di stato patrimoniale e conto economico afferenti il ramo operativo controllato dalla Società, ramo assolutamente secondario rispetto al prevalente ramo d'azienda in liquidazione.

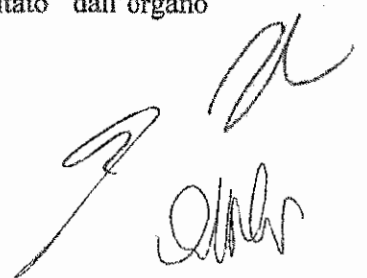
Per tali limitate attività del ramo operativo è stato utilizzato il criterio del costo o, laddove applicabile, del costo ammortizzato e per le passività il criterio del valore nominale o, laddove applicabile, del costo ammortizzato.

A tale valore del patrimonio netto rettificato si aggiunge il valore di un *asset* immateriale non iscritto in bilancio, il cui valore economico è ben determinabile, denominato "*customer list*", relativo a 4.424 contratti per la fornitura di gas ed energia, con i clienti del ramo operativo.

Si evince, altresì, nella Consulenza come gli effetti della pandemia non influenzino la valutazione del valore delle azioni, in quanto non sono state previste metodologie di determinazione basate su flussi prospettici o metodi reddituali.

Il Collegio sindacale, al fine di emettere il presente parere di congruità del valore delle azioni, ha esaminato la seguente documentazione.

- Bilancio intermedio di liquidazione al 31 dicembre 2019 di Gala S.p.A. in liquidazione;
- Consulenza valutativa del Prof. Dott. Matteo Caratozzolo;
- Relazione illustrativa dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 1, c.c.;
- Relazione della Società di Revisione EY S.p.A.;
- Progetto di fusione per incorporazione, sottoscritto e depositato dall'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione;





- Statuto della società Gala S.p.A. risultante dalla fusione.

Il Collegio Sindacale, per quanto sopra illustrato,

#### ESAMINATA

La documentazione fornita dal Liquidatore, con particolare riferimento alla sua Relazione ed allegati, nonché la Relazione della Società di Revisione EY S.p.A. rilasciata in data odierna, che conclude con un giudizio di sostanziale adeguatezza, ragionevolezza, non arbitrarietà e correttezza dei metodi di valutazione applicati ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni,

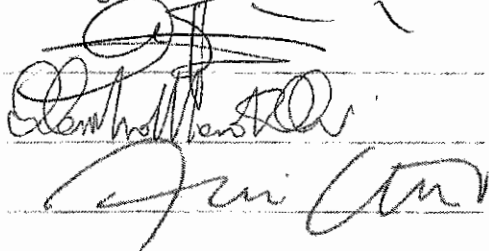
#### ESPRIME

parere di congruità del valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, ai sensi dell'arte. 2437-ter, comma 2, del codice civile.

Il presente parere viene depositato presso la sede sociale nei termini di legge.

Roma, 1 giugno 2020

Il Collegio Sindacale



## Gala S.p.A. in liquidazione

Relazione della società di revisione

ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile

Relazione della società di revisione  
ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile

Al Liquidatore Unico di  
Gala S.p.A. in Liquidazione

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Il Liquidatore Unico (di seguito, anche il "Liquidatore") di Gala S.p.A. in liquidazione (la "Società") ha approvato, in data 14 maggio 2020, il progetto di Fusione per incorporazione di GALA Power S.p.A., Proxhima S.r.l. e GALA Tech S.r.l. in Liquidazione e la contestuale revoca dello stato di liquidazione della Gala S.p.A. in Liquidazione ("Operazione Straordinaria"), da sottoporre, previa modifica dello statuto, all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli azionisti, convocata in prima convocazione per il giorno 18 giugno 2020 e in seconda convocazione per il 19 giugno 2020 (l'"Assemblea Straordinaria").

In tale circostanza, la Società ha ritenuto applicabile l'art. 2437 del Codice Civile che prevede, per gli azionisti che non intendano concorrere a tale deliberazione, la possibilità di esercitare il diritto di recesso. L'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dal Liquidatore, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale.

Il Liquidatore ha incaricato in data 21 febbraio 2020 il Prof. Dott. Matteo Caratozzolo (di seguito, anche il "Consulente") di predisporre una valutazione della Società in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti a seguito delle sopra citate modifiche. In data 9 aprile 2020, il Consulente ha predisposto la valutazione della Società (di seguito, anche la "Valutazione").

EY S.p.A., quale soggetto incaricato, ai sensi e per gli effetti del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010 n. 39, della revisione legale del bilancio di esercizio della Società, è chiamata ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile a predisporre la relazione sul valore di recesso delle azioni di Gala S.p.A. in Liquidazione, di cui sopra, quale determinato dal Liquidatore.

In data 29 maggio 2020, il Liquidatore ha formalmente provveduto alla determinazione preliminare del valore di recesso delle azioni di Gala S.p.A. in Liquidazione, individuato in Euro 4,28 per azione, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile ed ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria allo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la propria relazione.

In tale contesto, abbiamo emesso la presente relazione, al fine di poter consentire al Liquidatore stesso il completamento dell'iter previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile.

Ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale della Società è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.

## 2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha il fine di fornire al Liquidatore di Gala S.p.A. in Liquidazione il parere previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dal Liquidatore per determinare il valore di liquidazione delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

Il presente documento illustra il metodo seguito dal Liquidatore della Società, anche per il tramite del proprio Consulente, unitamente alle eventuali difficoltà da questi incontrate per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adequatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla sua corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione compete esclusivamente al Liquidatore che si è avvalso a tal fine del lavoro svolto dal Consulente dallo stesso incaricato di effettuare una valutazione della Società in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti nell'ipotesi in cui si proceda alle suesposte modifiche statutarie.

## 3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- ▶ statuto sociale della Società;
- ▶ relazione illustrativa del Liquidatore sul valore di liquidazione a favore degli azionisti recedenti di Gala S.p.A. in Liquidazione;
- ▶ valutazione del Consulente per determinare il valore di liquidazione delle azioni della Società emessa in data 9 aprile 2020;
- ▶ la seguente documentazione utilizzata dal Consulente ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Gala S.p.A. in Liquidazione:
  - bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2019;
  - bilancio iniziale di liquidazione della Società con i suoi allegati;
  - perizia di valutazione della controllata Gala Power S.p.A. redatta dal Dott. Mario Civetta in data 9 ottobre 2017;
  - dati di mercato per la valutazione della "Customer List", rappresentati da tre offerte di acquisto dell'intero parco clienti di Gala S.p.A. in Liquidazione formulate da tre diverse imprese del settore a marzo 2017;
- ▶ informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico;
- ▶ determine del Liquidatore e dei verbali del Collegio Sindacale intercorsi durante l'esercizio 2020 e fino all'emissione della relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, anche in nome e per conto del Liquidatore, mediante lettera da parte del rappresentante legale della Società in data odierna, che i dati e le

informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

#### 4. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAL LIQUIDATORE E RELATIVI RISULTATI

Il Liquidatore della Società ha incaricato il Consulente di procedere alla determinazione del valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, del valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile.

Pertanto, nel prosieguo di questo paragrafo si farà riferimento alle considerazioni del Liquidatore, anche sulla base della Valutazione del Prof. Dott. Matteo Caratozzolo datata 9 aprile 2020, fatta propria dal Liquidatore della Società.

##### 4.1 Metodologia adottata

Il Liquidatore, che ha fatto proprie le considerazioni del Consulente, ha ritenuto di adottare, per le finalità di cui all'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, la metodologia valutativa della consistenza patrimoniale della Società tenendo quindi conto delle attività e passività che compongono l'azienda in stato di liquidazione, incrementata del valore rettificato delle partecipazioni in alcune società controllate, al netto del relativo effetto fiscale teorico, e dell'intangible asset denominato "customer list" costituito dalla valorizzazione sul mercato di n. 4.424 contratti con clienti afferenti il ramo d'azienda in esercizio per la fornitura di gas ed energia elettrica.

In relazione a quanto disposto dall'articolo 2437-ter del Codice Civile, nella determinazione del valore in questione il Liquidatore non ha, dunque, ritenuto di utilizzare il parametro dell'eventuale valore di mercato dell'azione, in quanto le azioni di Gala S.p.A. in Liquidazione non sono più negoziate sul mercato AIM e, dunque, manca un riferimento che possa essere considerato indicativo del valore "fondamentale" dell'azienda.

Inoltre, il Liquidatore non ha ritenuto di utilizzare neppure il parametro della "prospettiva reddituale" per calcolare un goodwill/badwill in aggiunta (o in diminuzione) di un patrimonio netto rettificato a valori correnti, in quanto la previsione delle prospettive reddituali dell'art. 2437-ter del Codice Civile è riferita dal legislatore ad un'impresa in normale funzionamento e non ad una impresa in liquidazione, rispetto alla quale le aspettative del socio attengono al conseguimento di una quota dell'attivo netto residuo al termine della liquidazione.

In altri termini, il Liquidatore considera che, nel caso di specie e ai fini di cui trattasi, il valore fondamentale o intrinseco è il valore in atto dell'azienda, non il suo valore potenziale (derivante dalla proiezione di flussi reddituali o finanziari futuri specie se riferiti a 5/7 anni, come avviene col metodo finanziario D.C.F.). Per cui esso deve esprimere la situazione dell'impresa "nella sua realtà operativa corrente" e come essa è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso (ossia in stato di liquidazione e non di funzionamento), in una prospettiva stand alone (azienda "as is and where is"). Del resto, posto che il recesso viene esercitato prima del perfezionamento dell'Operazione Straordinaria, ai fini della determinazione del valore di recesso, il Liquidatore ritiene che non si debba tener conto degli effetti (positivi o negativi) di detta Operazione, ma si deve aver riguardo al solo criterio della consistenza patrimoniale ante Operazione Straordinaria.

## 4.2 Risultati a cui perviene il Liquidatore

Le considerazioni sopra menzionate, fatte proprie dal Liquidatore, hanno indotto quest'ultimo ad individuare il valore del capitale economico della Società pari ad Euro 70.000.000, dopo arrotondamenti. Tenuto conto di quanto disposto dall'art. 2437-ter del Codice Civile, il valore di liquidazione delle azioni della Società risulta pari ad Euro 4,28, individuato dal Liquidatore in data 29 maggio 2020.

## 4.3 Sintesi delle valutazioni eseguite dal Liquidatore

Il valore di riferimento individuato dal Liquidatore in 29 maggio 2020, per ciascuna delle 16.366.456 azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso, risulta pari a:

Euro 4,28 per azione

## 4.4 Difficoltà di valutazione incontrate dal Liquidatore

Il Liquidatore di Gala S.p.A. in Liquidazione non ha ravvisato particolari difficoltà nel processo di determinazione del valore di liquidazione delle azioni.

## 5. LAVORO SVOLTO

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

- ▶ esame della relazione redatta dal Liquidatore che espone il criterio di valutazione adottato, le difficoltà incontrate nel processo valutativo, la valutazione effettuata dal Consulente e la determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società;
- ▶ esame della relazione redatta dal Consulente;
- ▶ esame critico del metodo di valutazione adottato dal Consulente e fatto proprio dal Liquidatore e raccolta di elementi utili per riscontrare che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni;
- ▶ verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Liquidatore e dal Consulente in ordine alla scelta del suddetto metodo;
- ▶ verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la documentazione utilizzata e precedentemente descritta nel paragrafo 3;
- ▶ verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consulente nell'ambito del processo valutativo;
- ▶ discussioni ed approfondimenti con il Consulente e la Direzione della Società;
- ▶ discussione con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile;

- verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Liquidatore.

Come ricordato, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019, corredato della relazione del Liquidatore, è stato da noi assoggettato a revisione contabile.

Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e con il Liquidatore della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2019 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto della presente relazione.

## 6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAL LIQUIDATORE

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Liquidatore, che ha fatto proprie le valutazioni del Consulente, ha avuto quale scopo la stima del valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, in linea con il disposto dell'articolo 2437-ter del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico riferito alla Società dal Liquidatore e contenuto nella Valutazione non può essere utilizzato per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze, del metodo valutativo scelto dal Consulente e fatto proprio dal Liquidatore della Società, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, sono riportate di seguito:

- la scelta del Consulente di utilizzare il metodo patrimoniale deriva principalmente dalla ritenuta inapplicabilità a suo giudizio della metodologia valutativa fondata sulla previsione di prospettive reddituali, ritenendo quest'ultima antitetica allo stato di liquidazione e della metodologia valutativa basata sull'eventuale valore di mercato dell'azione, in mancanza del riferimento ad una quotazione riferita all'epoca della stima che possa riflettere il valore fondamentale dell'azienda. Sulla base di tali considerazioni, il Consulente ha considerato adeguato adottare il metodo patrimoniale per la valutazione del patrimonio della Società;
- il Consulente ha individuato nella società oggetto di valutazione con il metodo patrimoniale un'attività intangibile prodotta all'interno dell'azienda, separabile dagli altri intangibili e trasferibile a terzi che può concorrere ad incrementare il valore complessivo del patrimonio della Società. Sulla base di tali considerazioni e avendo escluso altri metodi di valutazione, come sopra esplicitato, il Consulente ha ritenuto opportuno procedere alla valutazione della Società attraverso il metodo patrimoniale complesso.

## 7. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

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

- le analisi svolte hanno fatto affidamento su dati patrimoniali storici ed informazioni, finanziarie e di altra natura, forniti dalla Società;
- come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato i dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società e dal Consulente, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato, perché estranee all'ambito del nostro incarico, una valutazione

economica della Società né valutazioni di natura legale circa la congruità, le modalità e le tempistiche dell'esercizio del diritto di recesso;

- ▶ trattandosi di una società in stato di liquidazione, il Liquidatore non ha formulato una valutazione basata sulla previsione di prospettive reddituali, giacché tale metodologia valutativa è tipica nel caso di un'impresa in normale funzionamento e non in un contesto di liquidazione nel quale le aspettative del socio attengono al conseguimento di una quota dell'attivo netto residuo al termine della stessa. Parimenti non risulta disponibile un riferimento che possa essere considerato indicativo del valore di mercato dell'azione, in quanto le azioni dell'azienda non sono più negoziate sul mercato AIM, e pertanto non è stata altresì formulata una valutazione basata sull'eventuale valore di mercato dell'azione;
- ▶ si specifica che gli esiti e i valori cui è pervenuto il Liquidatore, anche sulla base della Valutazione del Consulente, nella propria valutazione sono da ritenersi validi limitatamente allo scopo dichiarato ed alla data di riferimento della valutazione. Risulta pertanto improprio utilizzare tali risultanze per scopi ed obiettivi diversi da quelli espressi. Le conclusioni ivi manifestate sono infatti basate sul complesso delle indicazioni del Codice Civile e dello Statuto Societario per l'operazione in oggetto e non possono essere utilizzate per altri fini, non esprimendo in alcun modo una valutazione in termini assoluti della Società, né un prezzo di cessione o di collocamento della stessa.

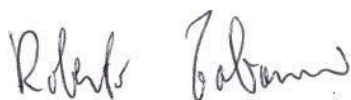
## 8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che i metodi di valutazione adottati dal Liquidatore per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Gala S.p.A. in Liquidazione non siano, limitatamente alla finalità per la quale essi sono stati sviluppati, adeguati in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che essi non siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni.

La presente relazione è indirizzata al Liquidatore di Gala S.p.A. in Liquidazione ed è stata predisposta esclusivamente per le finalità di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile. Tale relazione non potrà pertanto essere divulgata a soggetti terzi, fatta eccezione per i soci di Gala S.p.A. in Liquidazione che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo 2437-ter del Codice Civile, o comunque utilizzato per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Roma, 1 giugno 2020

EY S.p.A.



Roberto Tabarrini  
(Revisore Legale)