RESTUCCIA
& STUCCHI
Notai Associati
Via Ulrico Hoepli, 7 - 20121 Milano - Tel 02 49.49.34.00 - Fax 02 49.49.34.50
studio@rsnotai.it - www.rsnotai.it

Repertorio N. 10808 Raccolta N. 5463

VERBALE D'ASSEMBLEA STRAORDINARIA E CONFERIMENTO

REPUBBLICA ITALIANA

Il giorno ventinove giugno duemilaventuno.

29 giugno 2021

A Milano, via Ulrico Hoepli, n. 7, alle ore undici.

Davanti a me Lorenzo Stucchi notaio in Milano, iscritto al Collegio Notarile di Milano, sono presenti:

- **DE LUCA Davide,** nato a Crotone il giorno 17 ottobre 1991, residente in Milano, Via Mac Mahon n. 117, codice fiscale DLC DVD 91R17 D122T, cittadino italiano, in qualità di procuratore speciale della società "**ECORNATURASÌ S.P.A.**", con sede in San Vendemiano (TV), via Palù n. 23, con capitale sociale di Euro 2.000.000,00, interamente versato, numero di codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Treviso - Belluno n. 02010550263, R.E.A. n. TV - 182516, società di nazionalità italiana, in forza di procura speciale per me notaio in data 21 giugno 2021, rep.n. 10773, che, in originale, si allega al presente atto sotto "**A**";
- **DEAN Thomas William,** nato a Johannesburg (Repubblica del Sud Africa) il giorno 24 febbraio 1976, residente in Basaluzzo (AL), Via Pasturana n. 22, codice fiscale italiano DNE TMS 76B24 Z347P, cittadino inglese;

della cui identità personale sono certo.

In questo luogo, giorno e ora si è riunita l'assemblea dei soci della società "ECORNATURASI' S.P.A." per discutere e deliberare sul seguente

ORDINE DEL GIORNO

1. Adozione del regime di società benefit e conseguenti modifiche statutarie; deliberazioni inerenti e conseguenti.
2. Adozione di un nuovo testo di Statuto sociale portante anche modifiche all'oggetto sociale; deliberazioni inerenti e conseguenti.
3. Proposta di aumento di capitale sociale a pagamento da Euro 2.000.000,00 a euro 2.025.932,00 e quindi di nominali Euro 25.932,00 con sovrapprezzo di euro 2.898.938,00 con esclusione del diritto di opzione mediante conferimento della partecipazione nella società "PORTANATURA SRL" da parte di DEAN Thomas William; deliberazioni inerenti e conseguenti.

Assume la presidenza dell'assemblea, ai sensi dello statuto sociale, **BRESCACIN Silvio Fabio,** nato a Conegliano (TV) il giorno 26 ottobre 1955, e mi chiede di verbalizzarne le deliberazioni.

Al che io notaio, aderendo alla richiesta, do atto di quanto segue.

Il Presidente

CONSTATA

- che l'assemblea straordinaria degli azionisti è stata convocata per oggi, in questo luogo, per le ore 11:00, in forza di avviso di convocazione inviato mediante messaggio di posta elettronica in data 18 giugno 2021;
- che sono presenti, in audio/video collegamento, i soci titolari dell'intero capitale sociale di euro 2.000.000,00 (duemilioni e zero centesimi) suddiviso in n. 1.901.614 (unmilionenovecentounomilaseicentoquattordici) azioni senza indicazione del valore nominale e precisamente:

* "**ULIROSA S.P.A.**", titolare di n. 855.011 (ottocentocinquantacinquemilaundici) azioni speciali di categoria A gravate da pegno a favore di "BANCO BPM SOCIETA' PER AZIONI" e "UNICREDIT SOCIETA' PER AZIONI" (il cui diritto di voto nella presente assemblea spetta al socio) e n. 56.698

Registrato a
MILANO 4
Il 1-7-2021
N. 57479
Serie 1T
Euro 356,00

(cinquantaseimilaseicentonovantotto) azioni speciali di categoria D, complessivamente rappresentative del 47,944% (quarantasette virgola novecentoquarantaquattro per cento) del capitale sociale e del 58,38% (cinquantotto virgola trentotto per cento) dei diritti di voto, rappresentata dall'amministratore NAVILLI Gabriele;

* "**ALPA S.R.L.**", titolare di n. 283.642 (duecentoottantatremilaseicentoquarantadue) azioni speciali di categoria B gravate da pegno a favore di "BANCO BPM SOCIETÀ PER AZIONI" e "UNICREDIT SOCIETÀ PER AZIONI" e n. 172.902 (centosettantaduemilanovecentodue) azioni speciali di categoria D, rappresentanti complessivamente n. 456.544 azioni e nominali Euro 480.165,00 di capitale sociale pari al 24,008% circa del capitale e del 19,37% (diciannove virgola trentasette per cento) dei diritti di voto, rappresentata dall'Avvocato Cristina Vecchi, in forza di delega in data 24 giugno 2021, che resta agli atti sociali;

* "**INVEST TRE S.R.L.**", titolare di n. 107.041 (centosettemilaquarantuno) azioni speciali di categoria C e n. 66.784 (sessantaseimilasettecentoottantaquattro) azioni speciali di categoria D, complessivamente rappresentative del 9,141% (nove virgola centoquarantuno per cento) del capitale sociale e del 7,31% (sette virgola trentuno per cento) dei diritti di voto, rappresentata dal Dott. Davide De Luca in forza di delega in data 28 giugno 2021, che resta agli atti sociali;

* "**BIO INIZIATIVE S.R.L.**", titolare di n. 109.060 (centonovemilasessanta) azioni speciali di categoria E e n. 68.037 (sessantottomilatrentasette) azioni speciali di categoria D, complessivamente rappresentative del 9,313% (nove virgola trecentotredici per cento) del capitale sociale e del 7,45% (sette virgola quarantacinque per cento) dei diritti di voto, rappresentata dall'amministratore BONN Dennis;

* "**LUISANTE S.A.**", titolare di n. 76.486 (settantaseimilaquattrocentoottantasei) azioni speciali di categoria F e n. 49.020 (quarantanovemilaventi) azioni speciali di categoria D, rappresentanti complessivamente n. 125.506 azioni e nominali Euro 131.999,00 di capitale sociale pari al 6,600% circa del capitale e del 5,22% (cinque virgola ventidue per cento) dei diritti di voto, rappresentata dall'amministratore BORTOLOTTO POSSATI Francesca;

* "**Purpose Evergreen Capital GmbH & Co. KGaA**", titolare di n. 21.969 (ventunomilanovecentosessantanove) azioni ordinarie e n. 15.964 (quindicimilanovecentosessantaquattro) azioni speciali di categoria D, rappresentanti complessivamente n. 37.933 azioni e nominali Euro 39.896,00 di capitale sociale pari al 1,995% circa del capitale e dell'1,50% (uno virgola cinquanta per cento) dei diritti di voto, rappresentata da SCHÜTZ Ernst, in forza di delega in data 28 giugno 2021, che resta agli atti sociali;

* **SCHÜTZ Ernst**, titolare di n. 11.400 (undicimilaquattrocento) azioni ordinarie e n. 7.600 (settemilaseicento) azioni speciali di categoria D, rappresentanti complessivamente n. 19.000 azioni e nominali Euro 19.983,00 di capitale sociale pari al 0,999% circa del capitale e dello 0,78% (zero virgola settantotto per cento) dei diritti di voto;

- che sono presenti, in audio/video collegamento, gli amministratori BRESCACIN Silvio Fabio, IORI Fausto, FAVA Claudio, NAVILLI Gabriele, ROSSI CAIRO Piero Luigi, ARDUINI Marco Stefano, PARAVICINI CRESPI Marco, BONN Dennis e BONI BRIVIO Carlo Pierluigi, mentre è assente giustificato PARAVICINI CRESPI Luca Paolo Maria;

- che sono presenti, in audio/video collegamento, i sindaci effettivi ZAMBOTTO

Massimo (Presidente) e DORI Francesco, mentre è assente giustificato CEPPELLINI Primo;
- l'identità e la legittimazione degli intervenuti a partecipare all'assemblea;
- la legittimazione degli intervenuti a partecipare all'assemblea e ne accerta l'identità;
- che l'assemblea è validamente costituita e idonea a deliberare sugli argomenti all'ordine del giorno.

ESPOSIZIONE DEL PRESIDENTE

Iniziando a trattare congiuntamente gli argomenti all'ordine del giorno, il Presidente illustra all'assemblea l'opportunità di adottare il regime previsto per le società benefit e, di conseguenza, di inserire nello statuto le disposizioni conseguenti all'adozione di detto regime, con specifiche previsioni - nella bozza di statuto di cui al secondo argomento all'ordine del giorno - agli articoli 3.4 per l'oggetto e 35.4 per la valutazione dell'impatto generato dal perseguimento delle finalità di beneficio comune.
Passando al secondo argomento all'ordine del giorno, il Presidente espone le ragioni che inducono a proporre l'approvazione di un nuovo testo di statuto, che costituisce l'adeguamento dello statuto stesso agli accordi già presi tra i soci, con in particolare una modifica dell'oggetto sociale;
Passando quindi al terzo argomento all'ordine del giorno, il Presidente espone all'assemblea le ragioni per le quali si rende opportuno aumentare a pagamento il capitale sociale di nominali Euro 25.932,00 con sovrapprezzo di euro 2.898.938,00, mediante conferimento di una partecipazione nella società "PORTANATURA SRL" e dunque da offrire con esclusione del diritto di opzione di cui all'articolo 2441, comma 4, c.c. al terzo estraneo alla compagine sociale DEAN Thomas William.
In particolare egli riferisce come, sulla base di precorse intese, detto aumento dovrà essere offerto a DEAN Thomas William, con conferimento in natura di una partecipazione del valore nominale di euro **47.407,00** della società "**PORTANATURA SRL**", con sede in Novi Ligure (AL), Strada Serravalle n. 16, con capitale sociale di Euro 50.000,00, interamente versato, numero di codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Alessandria n. 02253680066, R.E.A. n. 239577, della quale la società conferitaria "ECORNATURASI' S.P.A." è unico altro socio. La quota da conferire è descritta nella valutazione predisposta, ai sensi di legge, dal Dottor Roberto Lugano, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Pavia al n. 536 sez. A e al Registro dei Revisori Contabili al n. 33312.
A tal proposito il Presidente prosegue precisando che l'organo amministrativo della società conferitaria ha stabilito di avvalersi del disposto di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c., come richiamato dall'art. 2440 c.c., in base al quale, in caso di conferimento di beni in natura, non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, c.c., se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità.
Detta valutazione, riferita alla data del 31 marzo 2021, in originale, si allega al presente atto sotto la lettera "**B**".

Ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 3, c.c., il Presidente precisa che la documentazione comprovante il valore attribuito a quanto oggetto di conferimento e la sussistenza delle condizioni previste dal secondo comma del predetto articolo, è interamente costituita dal documento come sopra allegato.
Ai fini del proposto aumento di capitale, il Presidente attesta infine che il capitale sociale sottoscritto è interamente versato e che la società non si trova nelle condizioni di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c..
Il Presidente riferisce inoltre che il destinatario dell'aumento, all'uopo presente, ha manifestato l'intenzione di procedere alla contestuale sottoscrizione del deliberando aumento di capitale e al relativo conferimento.
Il Presidente precisa quindi che l'aumento del capitale sociale verrà offerto alle seguenti condizioni:
* azioni da emettere: n. 14.794 azioni ordinarie e n. 9.862 azioni di categoria D, senza valore nominale;
* godimento: regolare;
* aumento inscindibile;
* termine finale di sottoscrizione dell'aumento di capitale: 31 luglio 2021.
Il Presidente riferisce altresì che in base a pregressi accordi con i soci: i) non sono stati predisposti i documenti di cui all'articolo 2441, comma 6, c.c. con particolare riferimento alla relazione degli amministratori e al parere di congruità sul prezzo di emissione delle azioni reso dal collegio sindacale; ii) la valutazione di cui all'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b), c.c. non è rimasta depositata presso la sede sociale nei 15 (quindici) giorni precedenti l'assemblea.
Il Presidente riferisce che i soci hanno tutti rinunciato ai documenti e ai termini di cui agli articoli sopra citati con dichiarazioni già agli atti della società e che in ogni caso riconfermano detta rinuncia in assemblea.
Il Presidente precisa poi che in esito all'operazione di aumento di capitale sociale a pagamento saranno emesse solo azioni ordinarie e di categoria D e non anche azioni delle altre categorie e che, anche ove detta operazione possa pregiudicare indirettamente le azioni delle altre categorie, la delibera di aumento di capitale sociale sarà presa, ricorrendone i presupposti, con l'unanimità dei voti espressi dai soci titolari di azioni di tutte le categorie, a valere anche quali assemblee speciali ai sensi dell'articolo 2376 c.c.

VOTAZIONE

L'assemblea straordinaria della società "ECORNATURASI' S.P.A.", a valere anche quali assemblee speciali ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2376 c.c., con il voto favorevole espresso in forma orale di tutti i soci, per accertamento fattone dal presidente,

DELIBERA

- A) di adottare il regime previsto per le società benefit e di inserire nello statuto le disposizioni conseguenti all'adozione di detto regime, con specifiche previsioni nella bozza di statuto di cui al secondo argomento all'ordine del giorno agli articoli 3.4 per l'oggetto e 35.4 per la valutazione dell'impatto generato dal perseguimento delle finalità di beneficio comune;
- B) di approvare un nuovo testo di statuto, che costituisce l'adeguamento dello statuto stesso agli accordi già presi tra i soci, con in particolare una modifica dell'oggetto sociale, come da documento che si allega al presente atto sotto "**C**";
- C) di aumentare a pagamento il capitale sociale di nominali Euro 25.932,00 con sovrapprezzo di euro 2.898.938,00 mediante conferimento della partecipazione nella società "PORTANATURA SRL", da offrire con esclusione del diritto di opzione di

cui all'articolo 2441, comma 4, c.c. al terzo estraneo alla compagine sociale DEAN Thomas William. meglio descritte nella valutazione predisposta ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, c.c., e come da documentazione agli atti della società e allegata al verbale della presente assemblea sotto la lettera "A";
- D) di stabilire che l'aumento di capitale sia offerto alla seguenti condizioni:
* azioni da emettere: n. 14.794 azioni ordinarie e n. 9.862 azioni di categoria D, senza valore nominale;
* godimento: regolare;
* aumento inscindibile;
* termine finale di sottoscrizione dell'aumento di capitale: 31 (trentuno) luglio 2021 (duemilaventuno);
- E) di conferire all'organo amministrativo – e per esso a ciascun consigliere in via disgiunta - ogni più ampio potere per dare esecuzione alla deliberazione di aumento di capitale di cui sopra, ivi inclusi in particolare quelli di: (i) fare quanto necessario affinché sia richiesto il deposito per l'iscrizione della presente deliberazione nel registro delle imprese, nonché al fine dell'esecuzione di ogni forma di adempimento pubblicitario ai sensi di legge; (ii) perfezionare il conferimento e ogni inerente patto, clausola e dichiarazione, nonché ogni successivo atto o dichiarazione dovessero risultare necessari od opportuni; (iii) emettere le azioni di compendio dell'aumento di capitale, fermo comunque restando che esse potranno essere alienate dal sottoscrittore a decorrere dal momento in cui sarà iscritta nel registro delle imprese l'attestazione di avvenuta sottoscrizione ai sensi dell'art. 2444, c.c., con allegata, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, c.c., la dichiarazione di conferma degli amministratori ai sensi dell'art. 2343-quater, comma 3, c.c.; (iv) depositare nel registro delle imprese l'attestazione di avvenuta sottoscrizione dell'aumento di capitale, ai sensi dell'art. 2444 c.c., unitamente alla dichiarazione di conferma ai sensi degli artt. 2343-quater, comma 3, c.c., e 2440, comma 2, c.c., nonché il testo dello statuto sociale conseguentemente aggiornato, ai sensi dell'art. 2436, comma 6, c.c., con la variazione del capitale sociale e del numero delle azioni; (v) apportare alle presenti deliberazioni le modificazioni non sostanziali che saranno eventualmente necessarie ai fini dell'iscrizione nel registro delle imprese.
Null'altro essendovi da deliberare e nessuno chiedendo la parola, il presidente dichiara sciolta l'assemblea alle ore undici e quindici

* * * * *

SOTTOSCRIZIONE

DEAN Thomas William sottoscrive integralmente, in esecuzione di quanto sopra deliberato, l'aumento di capitale a lui offerto, per nominali Euro 25.932,00 con sovrapprezzo di euro 2.898.938,00 mediante conferimento della partecipazione nella società "PORTANATURA SRL", che accetta, il diritto di proprietà di una partecipazione del valore nominale di euro **47.407,00** della società "**PORTANATURA SRL**", con sede in Novi Ligure (AL), Strada Serravalle n. 16, con capitale sociale di Euro 50.000,00, interamente versato, numero di codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Alessandria n. 02253680066, R.E.A. n. 239577, della quale la società conferitaria "ECORNATURASI' S.P.A." è unico altro socio.
Il conferente garantisce:
* la piena proprietà e disponibilità della quota conferita;
* la sua libertà da oneri, pegni, sequestri, e diritti di terzi in genere;
* che non sono in corso operazioni che possano in qualche modo ledere i diritti patrimoniali e amministrativi inerenti alla partecipazione conferita.

* che la quota conferita è interamente liberata.
La conferitaria subentra pro quota nella posizione del conferente nei confronti della società "PORTANATURA SRL", in particolare con riferimento al diritto agli utili, con effetto dal 1° gennaio 2021, fermo restando che la conferitaria non avrà alcun diritto sugli utili relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020.
Spese, imposte e tasse dipendenti dal presente atto, sono a carico della conferitaria.
Di quest'atto ho dato lettura alla parte, ad eccezione di quanto allegato per sua dispensa.
Scritto in parte da persona di mia fiducia ed in parte da me notaio.
Sottoscritto alle ore undici e quindici.
Consta di due fogli per sei pagine.
F.to Davide De Luca
F.to Thomas William Dean
F.to Lorenzo Stucchi Notaio

Allegato "A" al rep. n. 10808/5463

Repertorio N. 10773

PROCURA SPECIALE

REPUBBLICA ITALIANA

Il giorno ventuno giugno duemilaventuno

21 giugno 2021

A Milano, via Ulrico Hoepli, n. 7.

Davanti a me Lorenzo Stucchi, notaio in Milano, iscritto nel ruolo del Collegio Notarile di Milano, è presente:

- PARAVICINI CRESPI Marco, nato a Milano il giorno 23 novembre 1989, domiciliato per la carica presso la sede sociale, il quale dichiara di intervenire nella sua qualità di consigliere della società "**ECORNATURASI' S.P.A.**", con sede in San Vendemiano (TV), via Palù n. 23, con capitale sociale di Euro 2.000.000,00 interamente versato, numero di codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Treviso - Belluno n. 02010550263, R.E.A. n. TV - 182516, società di nazionalità italiana costituita in Italia (la "**Società**"), munito degli occorrenti poteri in forza della delibera del consiglio di amministrazione in data 28 maggio 2021.

Detto comparente, della cui identità personale sono certo, mi chiede di ricevere il presente atto mediante il quale

conferisce procura speciale a:

- **DE LUCA Davide,** nato a Crotone il giorno 17 ottobre 1991, residente in Milano, Via Mac Mahon n. 117, codice fiscale DLC DVD 91R17 D122T, cittadino italiano;

(nel seguito, il "**Procuratore**"), affinché quest'ultimo, in nome e per conto della Società, possa, con ogni più ampia facoltà:

1) intervenire alla stipula dell'atto di sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale della società "ECORNATURASI' S.P.A." di nominali Euro 25.932,00 (venticinquemilanovecentotrentadue e zero centesimi) con sovrapprezzo di euro 2.898.938,00 (duemilioniottocentonovantottomilanovecentotrentotto e zero centesimi), da attuarsi mediante conferimento in natura della quota di partecipazione nella società "**PORTANATURA SRL**", con sede in Novi Ligure (AL), Strada Serravalle n. 16, con capitale sociale di Euro 50.000,00, interamente versato, numero di codice fiscale, partita I.V.A. e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Alessandria - Asti n. 02253680066, R.E.A. n. AL - 239577, società di nazionalità italiana, di nominali euro 47.407,00 (quarantasettemilaquattrocentosette e zero centesimi) di titolarità di **DEAN Thomas William,** nato a Johannesburg (Repubblica del Sud Africa) il giorno 24 febbraio 1976, residente in Basaluzzo (AL), Via Pasturana n. 22, codice fiscale italiano DNE TMS 76B24 Z347P, cittadino inglese, come risultante - quanto all'individuazione e al valore - dalla valutazione proveniente da un esperto all'uopo nominato ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2343-ter c.c. (la "**Quota**"); e, per l'effetto,

2) conferire detta Quota a "ECORNATURASI' S.P.A." (la "**Conferitaria**") a sottoscrizione e liberazione dell'aumento di capitale sociale della Conferitaria, che sarà deliberato dall'assemblea straordinaria dei soci di "ECORNATURASI' S.P.A." (le attività di cui ai numeri 1) e 2), congiuntamente, "**Operazione**").

A tal fine, al Procuratore viene conferito ogni più opportuno potere per concordare condizioni, termini e modalità dell'Operazione, sottoscrivere il

relativo atto di sottoscrizione di aumento di capitale sociale e di conferimento e, più in generale, porre in essere ogni altra operazione utile e/ o necessaria ai fini dell'espletamento del presente mandato.
Il tutto con promessa sin d'ora di rato e valido sotto gli obblighi di legge, da esaurire in unico contesto, escluso ogni conflitto di interessi per quanto costituisce oggetto del presente atto.

Di quest'atto ho dato lettura alla parte.
Scritto in parte da persona di mia fiducia ed in parte da me notaio.
Consta di un foglio per due pagine.

Allegato "B" al rep. n. 10808/5463

PERIZIA DI STIMA
DELLE PARTECIPAZIONI NELLA SOCIETÀ
PORTANATURA S.r.l.
ALLA DATA DEL 31 MARZO 2021
AI SENSI DELL'ART. 2343-*ter* DEL CODICE CIVILE

Sede in Novi Ligure (AL), Strada Serravalle n. 16
Capitale sociale i.v. euro 50.000,00
Codice Fiscale / Partita Iva e N. iscrizione Registro Imprese 02253680066 –
N. REA AL - 239577

Indice

1. FINALITÀ E OGGETTO DELLA VALUTAZIONE 3

2. LA SOCIETÀ E L'ATTIVITÀ ESERCITATA 4

2.1. Informazioni generali 4
2.1.1 La società e i suoi organi *4*
2.1.2 La storia della Società e l'attività esercitata *5*
2.1.3 Il settore economico di riferimento *6*
2.1.4 La dimensione economico-patrimoniale *9*

3. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE E DOCUMENTAZIONE 10

4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO 11

5. METODI DI VALUTAZIONE 15

5.1 Il metodo dei flussi di cassa operativi attesi (*Discounted Cash Flow*) 15
5.2 Il metodo reddituale 19
5.3 La valutazione delle aziende in start up 24
5.4 Il metodo dei multipli di mercato 25
5.4.1 L'approccio delle società comparabili *28*
5.4.2 L'approccio delle transazioni comparabili *31*
5.5 Premi e sconti (cenni) 32

6. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ 34

6.1 La scelta del metodo di valutazione 34
6.2 Il piano economico/finanziario 35
6.3 La valutazione di PortaNatura 37
6.3.1 I metodi assoluti – Applicazione del metodo DCF e reddituale per le start up *37*
6.3.2 Il metodo dei multipli *39*
6.3.3 Il valore di PortaNatura *41*

7. CONCLUSIONI 42

1. Finalità e oggetto della valutazione

Il sottoscritto Dottor Roberto Lugano, nato a Voghera (PV), il 27/10/1959, codice fiscale LGNRRT59R27M109A, iscritto all'Ordine dei Dottori commercialisti ed Esperti Contabili di Pavia al n. 536 sez. A e al Registro dei Revisori Contabili al n. 33312, pubblicazione nella G.U. n. 31 bis del 21/04/1995 – IV Serie Speciale, domiciliato in Voghera (PV), Via Scarabelli n. 80, ha ricevuto incarico dalla società EcorNaturaSì S.p.A. - con sede legale in San Vendemiano (TV), Via Palù n. 23, Codice Fiscale / Partita Iva e N. iscrizione Registro Imprese 02010550263, N. REA TV 182516 - di stimare, ai fini e per gli effetti di quanto previsto dall'articolo 2343-*ter* del codice civile, il valore delle seguenti partecipazioni detenute dai soci della società PortaNatura S.r.l., con sede legale e operativa in Novi Ligure (AL), Strada Serravalle n. 16, capitale sociale 50.000,00 euro, Codice Fiscale / Partita Iva e N. iscrizione Registro Imprese 02253680066, N. REA AL – 239577.

Partecipazioni PortaNatura S.r.l. oggetto di valutazione

Socio	Valore nominale	Quota capitale sociale
	euro	
Caterina Anna Maria Angela Rossi Cairo	20.000	40,00%
Dean Thomas William	16.907	33,81%
Giorgio Felice Pio Rossi Cairo	10.000	20,00%
Piero Luigi Rossi Cairo	500	1,00%
Totale	**47.407**	**94,81%**

In esecuzione di detto incarico, nelle seguenti note si procede a stimare il valore delle partecipazioni nella società PortaNatura S.r.l. alla data del 31 marzo 2021.

* * * * *

2. LA SOCIETÀ E L'ATTIVITÀ ESERCITATA

2.1. Informazioni generali

2.1.1 La società e i suoi organi

PortaNatura S.r.l. (di seguito "PortaNatura" o "la Società") è stata costituita il 12 maggio 2009 e esercita le seguenti attività principali:

- vendita porta a porta, al minuto, all'ingrosso, in sede fissa e/o ambulante, via "web", di prodotti naturali, biologici e biodinamici per l'alimentazione umana e animale, di prodotti naturali necessari ed utili per una condizione di vita ecocompatibile;
- importazione ed esportazione, trasformazione, confezionamento, distribuzione di prodotti naturali, biologici o biodinamici per conto di altre aziende.

Inoltre, la Società può effettuare le attività di trasporto e stipulare accordi commerciali in via complementare alle attività principali.

La Società ha iniziato l'attività l'11 novembre 2009 indicando come oggetto il "commercio al dettaglio di prodotti alimentari (consegna a domicilio di vendita predeterminata)" e come attività secondaria il "commercio elettronico al dettaglio di prodotti alimentari". Nel 2015 l'ambito di attività è stato ampliato aggiungendo i "prodotti vari" ai prodotti alimentari.

In particolare, PortaNatura ha sviluppato nel tempo un modello incentrato sull'offerta via web (attraverso un portale e-commerce) di prodotti biologici curati e selezionati con consegne settimanali.

Il capitale sociale di PortaNatura è pari a 50.000,00 euro e le quote sono suddivise come riportato nella tabella sottostante.

Socio	Valore nominale – *euro*	Quota capitale sociale
Caterina Anna Maria Angela Rossi Cairo	20.000	40,00%
Dean Thomas William	19.500	39,00%
Giorgio Felice Pio Rossi Cairo	10.000	20,00%
Piero Luigi Rossi Cairo	500	1,00%
Totale	**50.000**	**100,00%**

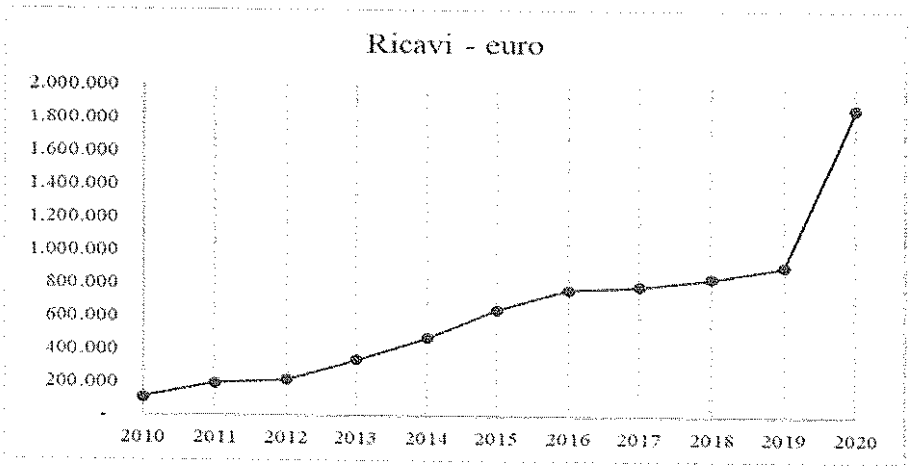
L'Amministrazione della Società è affidata ad un amministratore unico; attualmente la carica è affidata al Sig. Dean Thomas William, nominato il 5 ottobre 2017 a tempo indeterminato.

Al 31 marzo 2021 la Società occupa 9 dipendenti, impegnati presso la sede di Novi Ligure.

Organico al 31 marzo 2021	*numero persone*
Acquisti	1
Logistica	1
Marketing e confezionamento	5
Information Technology	1
Amministrazione	1
Totale	**9**

2.1.2 La storia della Società e l'attività esercitata

A partire dal 2010 i ricavi della Società sono cresciuti fino a superare i 700.000 euro nel 2017 e i 900.000 euro nel 2019. Nel 2020 i ricavi sono raddoppiati grazie alla modifica delle abitudini di consumo conseguente all'emergenza sanitaria e, più in generale, ad uno spostamento strutturale di molti segmenti di clientela verso il canale dell'e-commerce e una forma di acquisto più sensibile alle tematiche di sostenibilità.



I fornitori di PortaNatura sono piccoli produttori selezionati, che lavorano la terra secondo i metodi dell'agricoltura biologica e biodinamica.

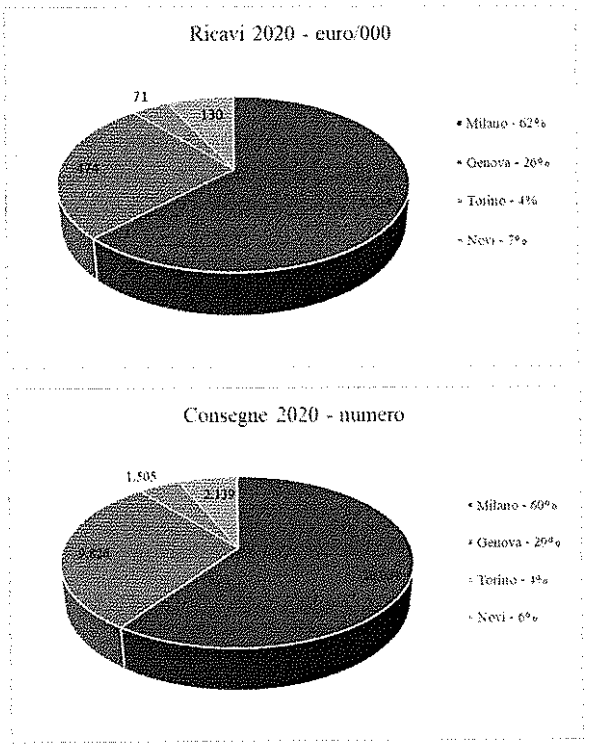
Il modello di business della Società è incentrato su:

- offerta specializzata di prodotti biologici o biodinamici;
- selezione di fornitori operanti a livello locale con elevati standard qualitativi;
- assortimento studiato in modo tale da coprire le categorie principali riducendo la complessità di gestione anche grazie all'approntamento di "box" predefiniti con graduale ampliamento dell'offerta di prodotti;
- semplificazione del processo di logistica attraverso un modello di consegne programmate, che consente un elevato numero di consegne principalmente attraverso partner per l'ultimo miglio.

L'ordine di acquisto medio è composto da frutta e verdura per il 70%, latticini e carne per il 10% e altri prodotti per la casa per il restante 20%. A fine 2020 circa 7.000 clienti risultano iscritti alla piattaforma e aver emesso almeno un ordine.

Nel 2020 PortaNatura ha operato sulle piazze di Milano, Torino e Genova offrendo ai consumatori prodotti biologici (frutta e verdura fresca e stagionale) provenienti direttamente dai produttori organizzati in box che vengono consegnati a domicilio.

Nel 2020 la piazza principale è Milano sia per importo dei ricavi sia per numero di consegne, seguita da Genova.



Nei prossimi anni la Società ha intenzione di estendere a Roma e Bologna la copertura geografica dell'offerta e di acquisire quote del segmento della ristorazione, continuando a sviluppare l'area di Milano e mantenendo il presidio sulle altre zone finora servite (Torino, Genova, Novi/Alessandria). Al business plan elaborato dalla Società ("il piano economico/finanziario") si fa riferimento nelle pagine successive al fine di illustrarne i programmi con le relative assunzioni come base per l'applicazione del metodo principale adottato per la stima.

2.1.3 Il settore economico di riferimento

La vendita on line ha conosciuto uno sviluppo particolarmente dinamico nel 2020, periodo nel quale le circostanze connesse all'emergenza sanitaria hanno accelerato una modifica dei comportamenti dei consumatori destinata a crescere ulteriormente secondo gli analisti. La

tabella sottostante riporta i dati rilevati dall'Osservatorio e-commerce B2C del Politecnico di Milano e da Netcomm[1].

DATI RIFERITI AL MERCATO ITALIANO		2019	2020	incremento
mercato online food and grocery	miliardi euro	1,59	2,70	70%
tasso di penetrazione	%	1,1	1,6	45%
scontrino medio	euro	50	64	28%
numero ordini	numero	32	39	21%
acquisti da smartphone	miliardi euro	0,895	1,5	68%

Il fenomeno dell'espansione delle vendite on line ha riguardato in generale i principali paesi a livello mondiale, alcuni dei quali si trovano ad uno stadio più avanzato rispetto all'Italia in questa forma di consumo.

Secondo alcune analisi, a livello globale le vendite on line rappresenteranno il 15-20% delle vendite complessive dell'industria alimentare e delle bevande entro il 2025 (10 volte di più rispetto al 2016)[2].

Questo mutamento del mercato implicherà cambiamenti su aspetti fondamentali del comparto alimentare connessi alla sicurezza della catena logistica e distributiva e alle tematiche dell'energia circolare[3].

Per le società che operano nel comparto sarà sempre più forte la necessità di aumentare l'efficienza; la sfida è mantenere l'accuratezza delle informazioni in ogni fase della catena di fornitura, evitando di sovradimensionare i magazzini.

Guardando alla composizione del segmento food and grocery, l'alimentare (fresco, secco, alcolici, bevande e surgelati) costituisce la fetta più rilevante (pari all'87%); il restante 13% è rappresentato da prodotti per la cura della persona e della casa.

Nell'ambito dell'alimentare, escludendo la ristorazione a domicilio, gli operatori possono essere classificati in due tipologie:

- grocery alimentare (per il 70% supermercati tradizionali e industrie di marca che hanno attivato il canale on line e per il 30% formule di supermercati e aggregatori on line specializzati nella vendita a domicilio);
- enogastronomia (vendita on line di vino e prodotti tipici di qualità e di nicchia, solitamente non presenti nell'offerta dei supermercati, che nel 2020 ha raggiunto la quota del 27% sul totale dell'alimentare).

[1] Osservatori.net – *E commerce e Food: fare la spesa online in Italia* – 1 febbraio 2021
[2] Statista.com - *Food and beverage retail e-commerce revenue in the United States from 2017 to 2025* – marzo 2021
[3] Sana-commerce.com - *2021 trend outlook: E-commerce for the food and beverage industry* – 4 gennaio 2021

In termini di copertura geografica in Italia, oggi il 73% degli italiani è in grado di effettuare la spesa on line da supermercato, anche se si rilevano alcune discrepanze fra le diverse aree con una minore diffusione nelle zone con limitata densità di popolazione e al Sud rispetto al Nord del paese.

Per quanto riguarda l'offerta on line di enogastronomia, si segnalano iniziative pressoché in tutto il territorio nazionale, mirate soprattutto alla vendita di prodotti freschi e freschissimi, anche se le principali iniziative sono concentrate nelle grandi aree metropolitane come Milano e Torino.

Il settore è in rapido sviluppo. Dopo la spinta del 2020 si assiste, infatti, al potenziamento di iniziative della grande distribuzione e al lancio o al consolidamento di progetti di enogastronomia con proposta di servizi innovativi.

I dati di bilancio (disponibili fino al 2019) non consentono di cogliere l'effetto espansivo del 2020 e le tendenze più recenti del settore; tuttavia essi forniscono una fotografia utile anche al fine di analizzare la redditività che le società simili (anche se non del tutto comparabili) a PortaNatura hanno espresso finora. Nel seguito è esposta una sintesi dei risultati di una ricerca svolta con lo scopo di arricchire gli elementi di contesto della valutazione.

Utilizzando la banca dati Aida (Bureau Van Dijk) sono state selezionate le società italiane operanti con il codice ATECO 47911 - Commercio al dettaglio di qualsiasi tipo di prodotto effettuato via internet -, limitando la selezione alle regioni nelle quali la Società opera. La selezione è stata effettuata secondo le chiavi di ricerca sotto riportate.

		Risultato
1.	Regione: 01 - Piemonte, 03 - Lombardia, 07 - Liguria, 08 - Emilia-Romagna, 12 – Lazio	278.097
2.	ATECO: 47911 - Commercio al dettaglio di qualsiasi tipo di prodotto effettuato via internet	2.135
3.	Stato giuridico: Attiva	1.983
4.	TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE (migl EUR): Per tutti gli anni selezionati, min=1.000, max=8.000	102
5.	Dipendenti: 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, per almeno uno degli anni selezionati, max=15	94
Totale		94

Dal campione di 94 soggetti sono stati eliminati quelli con attività e categoria merceologica diverse da quelle della Società, giungendo ad un elenco di 10 società che possono essere classificate come operatori di enogastronomia secondo la definizione prima introdotta.

Ragione sociale	n. dipendenti	tipologia prodotti
ALPES SRL	7	specialità alimentari
CALLMEWINE S.R.L.	8	vendita vini
CANTINA DELLA BIRRA S.R.L.	7	vendita birra
DOMICILIO S.R.L.	12	spesa a domicilio
FILINVEST SRL	5	capsule caffè
ITALVINUS S.R.L.	8	vendita vini
LA CASA DI MASSY S.R.L.	1	spesa a domicilio
SORGENTE NATURA S.R.L.	20	alimentari ed altro
SPESASICURA S.R.L.	14	spesa a domicilio
WINETIP S.R.L.	8	vendita vini

Nel periodo 2015-2019 l'Ebit del campione è risultato pari all'1,65% a livello mediano; si tratta di una percentuale di redditività che non consente di remunerare gli investimenti effettuati e, soprattutto, di sostenere gli impegni derivanti dall'evoluzione del mercato. In tal senso il settore si trova (almeno in Italia) in una situazione di transizione (nel seguito definita di start up) nella quale le società devono ancora strutturarsi dimensionalmente e finanziariamente.

Ebit % - mediana 2015-2019	
1o quartile	-0,15%
mediana	**1,65%**
3o quartile	3,21%

2.1.4 La dimensione economico-patrimoniale

Le tabelle di seguito riportate sintetizzano per il periodo 2015-2020 l'andamento economico e l'evoluzione della situazione patrimoniale di PortaNatura; i dati riferiti al periodo 2015-2019 sono desunti dai bilanci approvati e depositati in Camera di Commercio, mentre i dati riferiti al 2020 sono ricavati dal progetto di bilancio al 31 dicembre 2020 reso disponibile dalla Società. I dati forniscono un quadro preliminare per l'analisi fondamentale essenziale per il processo di valutazione. Finora PortaNatura si è sviluppata per crescita interna e con gradualità, dosando le risorse umane e finanziarie a disposizione; secondo il management, PortaNatura si è conquistata uno spazio di nicchia con clientela fidelizzata che può rappresentare il punto di partenza per cogliere le opportunità di un mercato in crescita.

euro	2020*	2019	2018	2017	2016	2015
Ricavi	1.862.387	906.002	835.053	786.080	764.615	642.654
Risultato operativo	181.282	- 52.879	- 54.155	9.926	- 22.876	4.473
Dipendenti	8	7	6	6	3	4
Immobilizzazioni	347.858	346.380	357.767	369.108	366.022	330.416
Patrimonio netto	n.d.	- 5.661	- 5.949	53.378	24.505	52.989
Debiti	314.451	464.996	503.980	438.180	476.646	498.860

* *progetto di bilancio*

* * * * *

3. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE E DOCUMENTAZIONE

La presente relazione riflette i fatti e le circostanze riferibili alla data del 31 marzo 2021.

Ai fini della valutazione della Società, è stata esaminata la seguente documentazione:

- visura camerale della Società;
- statuto della Società;
- documento di presentazione della Società con dati relativi alla clientela e ai ricavi per area geografica;
- bilanci d'esercizio fino al 31 dicembre 2019;
- progetto di bilancio al 31 dicembre 2020;
- piano economico/finanziario 2021-2023 ("il piano economico/finanziario").

La valutazione è stata compiuta sulla base dei seguenti presupposti:

a. i dati e le informazioni di riferimento sono stati tratti dai documenti indicati; non sono state svolte verifiche indipendenti o controlli di altro tipo sui dati e sulle informazioni rilevate e, pertanto, la valutazione prescinde da opinioni o altre forme di giudizio sulla accuratezza, correttezza e completezza degli stessi;
b. in particolare, i dati prospettici contenuti nel piano economico/finanziario sono stati acquisiti e su di essi non sono state svolte verifiche indipendenti o controlli di altro tipo; anche in questo caso, pertanto, la valutazione prescinde da opinioni o altre forme di giudizio sulla accuratezza, correttezza e completezza degli stessi;
c. nell'utilizzo delle proiezioni 2021-2023 si assume che esse siano state predisposte sulla base di ipotesi e assunzioni che riflettano le migliori stime alla data di elaborazione;
d. la valutazione compiuta non ha determinato la rilevazione e la quantificazione di passività potenziali, all'infuori di quelle eventualmente indicate espressamente nei documenti analizzati;
e. l'analisi è stata condotta considerando PortaNatura in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili;
f. il piano economico/finanziario presuppone il reperimento di risorse finanziarie per le esigenze di investimento e di capitale circolante connesse agli interventi per la crescita;
g. parimenti, la realizzazione del piano economico/finanziario comporta il rafforzamento di alcune partnership strategiche che si assume possano essere attivate anche indipendentemente da operazioni straordinarie;

h. la presente valutazione viene effettuata con riferimento alla data del 31 marzo 2021, utilizzando i dati consuntivi fino al 31 dicembre 2019, il progetto di bilancio al 31 dicembre 2020 e le proiezioni contenute nel piano economico/finanziario;
i. le informazioni sul settore e sulle società comparabili e i parametri per l'applicazione dei metodi selezionati sono tratti da fonti qualificate, espressamente richiamate nella presente relazione;
j. la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria e/o non prevedibili (variazioni di normative di settore o fiscali, operazioni straordinarie sul capitale, ecc.) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o prima indicate;
k. in particolare, i dati al 31 dicembre 2020 sono assunti indipendentemente da rivalutazioni dei beni immateriali (il valore economico dei quali è ricompreso nella stima del capitale).

Pertanto, si procede alla stima del valore delle quote di PortaNatura alla data del 31 marzo 2021 secondo le finalità espresse nell'incarico.

* * * * *

4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Nell'elaborare la stima di cui alla presente relazione, ci si è ispirati alle più recenti considerazioni in tema di valutazioni oltre che alla dottrina classica e, in particolare, si è tenuto conto degli sviluppi in tema di contesto nel quale si colloca la valutazione e di complessità del giudizio sintetico attraverso il quale la valutazione si esprime. Nella valutazione si è tratto anche spunto dalle considerazioni generali espresse nei Principi Italiani di Valutazione (PIV) a cura dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), soprattutto per la conferma degli indirizzi metodologici e la necessità di una lettura sintetica della realtà da valutare attraverso più metodi[4].

Per quanto concerne il contesto della valutazione, esso rimanda alla necessità, prima di avviare il processo valutativo, di un approfondimento di tutti i fattori esterni e interni all'azienda, al fine di comprendere le logiche sottostanti il dato numerico dando il giusto peso a opportunità e rischi anche alla luce della situazione di mercato e di settore sia al momento della perizia sia prospettica. "Il processo di valutazione di un'azienda (o di altra realtà

[4] "*Il valore finale, ottenuto attraverso una sintesi dei risultati derivanti dalle analisi quantitative compiute, è influenzato dalle scelte relative ad ogni fase del processo svolto, che devono rispettare precisi requisiti*", da OIV, PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE, edizione 2015

economica) è un fatto complesso, che presenta propri requisiti di svolgimento logico, al di là della scelta delle metodologie di stima che poi saranno in concreto applicate. I momenti essenziali di tale processo sono indicati di seguito:

a. la costituzione e il vaglio della base informativa;
b. l'applicazione dei procedimenti dell'analisi fondamentale;
c. la fissazione dello scenario di riferimento;
d. la definizione del percorso metodologico di valutazione;
e. l'apprezzamento del grado di rischio implicito;
f. la formulazione del giudizio integrato di valutazione.

L'analisi fondamentale ha come momenti essenziali:

a. l'analisi strategica a livello di settore e di azienda;
b. l'analisi dei bilanci e dei rendiconti gestionali;
c. le formulazioni delle previsioni economiche ai fini della valutazione, tenendo conto anche dei piani e delle proiezioni eventualmente disponibili[5]".

Gli elementi citati entrano in gioco in vari momenti del processo valutativo. In particolare, la lettura che si ricava dell'azienda sulla base della combinazione di informazioni qualitative e di dati raccolti influenza la scelta dei metodi di valutazione da adottare, quella dei parametri nell'ambito dei metodi ritenuti più appropriati (i tassi, innanzitutto) e, infine, orienta il giudizio finale dell'esperto.

Relativamente al momento finale della valutazione, è ormai accolto il principio (confermato dal documento PIV citato) che vede nella lettura integrata dei risultati ottenuti con l'applicazione di più metodi lo strumento per giungere ad una misurazione accurata e documentabile del valore economico o del prezzo probabile dell'azienda. In tal senso, il cosiddetto "giudizio integrato di valutazione" assume rilevanza anche in conseguenza della "obsolescenza del tradizionale paradigma valutativo"[6], ossia del riconoscimento dell'insufficienza delle formule tradizionali a rendere conto del valore dell'azienda nonché del venir meno del requisito di oggettività spesso indicato come elemento proprio dei metodi fondati sulle formule classiche.

Sulla base degli elementi raccolti ed elaborati nell'ambito dell'analisi fondamentale e ai fini di comporre le indicazioni qualitative e quantitative in un giudizio sintetico finale (espresso da un intervallo sufficientemente ristretto di valori o, in definitiva, da un numero), si può ricorrere a due classi di metodi, caratterizzati da finalità oltre che da percorsi logici differenti:

---

[5] L. Guatri, V. Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea 2009, pag. 37-39
[6] Guatri, Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea 2005, pag. 29

- "valutazioni di tipo assoluto, derivanti da formule valutative che si giustificano in sé, essendo espressione di razionalità economica (definite nel documento PIV "metodica dei flussi dei risultati attesi e metodica del costo");
- valutazioni di tipo relativo, svolte attraverso un'analisi comparativa di mercato (definite nel documento PIV "metodica di mercato").

Le valutazioni comparative di mercato per loro natura tendono ad esprimere probabili valori di mercato, ma non necessariamente valori economici del capitale[7].

Tra i metodi assoluti, raccomandati dalla dottrina prevalente negli ultimi anni sono quelli basati sui flussi (finanziari o reddituali), ossia i metodi che assumono come rappresentativa del valore dell'azienda la somma dei flussi che la stessa è in grado di generare attualizzati tenendo conto del rendimento degli investimenti alternativi e del grado di rischio e di liquidabilità, rispettivamente, dell'attività e del capitale d'impresa, in relazione a quello degli investimenti alternativi. Laddove la componente patrimoniale riveste una particolare importanza (come, tipicamente, nel caso delle aziende industriali), si fa riferimento al metodo patrimoniale misto, attraverso il quale si procede a determinare il valore corrente di attività e passività abbinando detta valutazione alla verifica reddituale attraverso la quantificazione di un avviamento in termini di maggior reddito del capitale investito rispetto ad investimenti alternativi.

Nell'ambito dei metodi incentrati sui flussi, oltre alla distinzione tra flussi finanziari e reddituali, c'è ampia discussione sulla tipologia di flussi da considerare e sull'opportunità di dare maggior peso ad un'informativa a consuntivo (che ha una caratteristica di maggiore certezza, ma può per certi versi e in particolari situazioni risultare superata) e il ricorso a proiezioni e piani (più adatti in quanto il valore è legato ai flussi che saranno generati in futuro anziché a quelli generati in passato, ma aleatori come ogni forma di previsione, soprattutto se la valutazione viene dilatata ad un arco temporale più lungo o se la società non è in grado di fornire piani dettagliati e formalizzati).

Nel caso specifico, alla luce dell'analisi fondamentale, la selezione dei metodi tiene conto del settore nel quale la Società opera e dello stadio di vita di PortaNatura, che seppur attiva dal 2009-2010 presenta alcuni caratteri propri di aziende in start up o per le quali il piano economico/finanziario introduce importanti discontinuità. Sotto questo profilo, si esclude di poter considerare nel caso specifico i flussi espressi nel passato, in quanto poco rappresentativi della condizione della Società.

[7] L. Guatri, V. Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea 2009, pag.53-55

Come raccomandato dalla dottrina, i risultati ottenuti con il metodo principale vengono confrontati con quelli derivanti dall'adozione di un metodo relativo (metodo dei multipli), al fine di tenere conto anche di configurazioni di mercato.

* * * * *

5. METODI DI VALUTAZIONE

Nella presente rassegna, preliminare ad illustrare le considerazioni in merito ai metodi da utilizzare nel caso specifico, ci si limita per i metodi classici a quelli più diffusi:

- il metodo dei flussi di cassa operativi attesi;
- il metodo reddituale,

anche in vista della particolare declinazione degli stessi nel caso di start up o in presenza di significative discontinuità a livello di settore e di società.

Nell'ambito dei metodi relativi, il richiamo è a quello dei multipli, che si ritiene di dover in ogni caso utilizzare come metodo di confronto stante la finalità della presente relazione di stima (come indicato al punto 4. e richiamato nel seguito a proposito della scelta del metodo di valutazione).

5.1 Il metodo dei flussi di cassa operativi attesi (*Discounted Cash Flow*)

Il metodo DCF, che considera il flusso di cassa operativo (flusso generato dalla gestione caratteristica, nella concezione asset side privilegiata in questa sede data la finalità della valutazione), stima la dinamica del capitale circolante e degli investimenti in attività fisse come effetto degli andamenti economici e delle prospettive dell'azienda; il metodo considera i flussi derivanti dagli investimenti esistenti e attesi dagli investimenti futuri, al netto della necessità del reinvestimento.

Il valore attuale dei flussi di cassa operativi è determinato scontando gli stessi ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital – WACC), che riflette il costo del capitale di rischio e del capitale di terzi, ponderati per il livello di leva finanziaria sostenibile dall'azienda oggetto di valutazione. Solitamente, nel costo del capitale di terzi si considera l'effetto fiscale relativo alla deducibilità degli oneri finanziari.

Il valore economico dell'azienda risulta dalla somma dei seguenti valori:

a) valore attuale dei flussi di cassa disponibili (risultanti dal piano economico/finanziario relativo ad un determinato periodo);
b) valore terminale, quale valutazione presumibile dell'azienda successivamente all'ultimo anno considerato dai piani aziendali;
c) posizione finanziaria netta ed eventuali surplus assets alla data della valutazione.

In formula:

$$VEA = \sum_{t=1}^{n} \frac{FC_t}{(1 + WACC)} + TV$$

dove:

- VEA = valore economico dell'azienda (Enterprise Value)
- FCt = flussi di cassa attesi
- WACC = costo medio ponderato del capitale;
- n = numero di periodi considerati
- TV = valore terminale dell'azienda attualizzato alla data della valutazione

Il valore terminale è calcolato attualizzando – in genere - l'ultimo anno di previsione (F, che si può considerare stabile) al WACC aggiustato per tenere conto del tasso di crescita (g);

$$TV = (Fx \frac{1+g}{WACC - g})/(1 + WACC)n$$

Al valore economico occorre aggiungere la PFN (posizione finanziaria netta alla data della valutazione) e il CA (capitale accessorio o attività e passività non operative o che non generano flussi di cassa considerati nel piano).

Il flusso di cassa operativo è calcolato secondo lo schema di seguito riportato.

	Risultato operativo (EBIT)
-	Imposte
+	Ammortamenti
+	Accantonamenti altre voci non monetarie
+/-	Variazioni del capitale circolante
-/+	Investimenti/Disinvestimenti
-	Oneri finanziari e imposte
=	FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO

A differenza del metodo reddituale, che spesso nella prassi assume – al netto di rettifiche e normalizzazioni – un livello di reddito medio atteso da attualizzare per un periodo di tempo illimitato o limitato, il metodo dei flussi di cassa presuppone (ed è adatto a) situazioni nelle quali è disponibile una previsione puntuale almeno per un determinato arco temporale fino al raggiungimento di una condizione di stabilità.

Il WACC è determinato sommando due componenti:

- il costo del debito al netto dell'effetto fiscale moltiplicato per il rapporto tra la posizione finanziaria netta (mezzi di terzi) e il totale di posizione finanziaria netta e patrimonio netto (mezzi propri);
- il costo del capitale proprio moltiplicato per il rapporto tra patrimonio netto (mezzi propri) e il totale di posizione finanziaria netta (mezzi di terzi) e patrimonio netto.

Il costo del capitale proprio è pari al tasso di rendimento di attività prive di rischio maggiorato di un premio per il rischio (beta). Secondo la definizione riportata da Borsa Italiana[8], il coefficiente beta "misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente beta viene stimato sulla base del medesimo parametro espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specifica realtà da valutare". Per le società non quotate, la determinazione del coefficiente beta è particolarmente difficoltosa; la migliore prassi suggerisce anche di differenziare il rischio a seconda delle caratteristiche del modello competitivo della realtà oggetto di valutazione (leader o follower).

Problemi analoghi si incontrano nella fissazione del parametro g per il calcolo del valore terminale. A questo proposito, valgono alcune considerazioni di carattere generale, alla luce delle quali è consigliabile assumere un tasso di crescita pari a zero salvo situazioni particolari:

- "(...) nella maggior parte dei settori industriali risulta difficile poter sostenere una crescita del fatturato per un periodo indefinito. Sembra invece molto più realistico ipotizzare che, dopo un'eventuale crescita a ritmi sostenuti nei primi anni, nel medio e lungo periodo il mercato, e di conseguenza l'impresa, entri in una fase di maturità con tassi di crescita vicini allo zero, se non addirittura negativi;
- (...) Non sono inoltre da trascurare, sempre nel medio e lungo termine, le dinamiche concorrenziali, che possono influire negativamente sulle performance di un'azienda"[9].

La formula sopra indicata consente di calcolare il valore complessivo della società (Enterprise Value) sulla base dei flussi di cassa disponibili per l'impresa, che rappresentano la liquidità generata dal core business della stessa, al lordo dei costi e delle variazioni relative ai debiti (free cash flow from operations).

Secondo l'approccio asset side, l'Enterprise Value, come sopra determinato, misura il valore complessivo delle attività, espressivo sia del capitale proprio sia di quello di terzi e prescinde almeno in parte dalle modalità con cui l'impresa è finanziata, in quanto volto ad identificare il valore operativo complessivo dell'attivo aziendale. Nella determinazione dell'Enterprise

[8] Borsa Italiana, *Guida alla Valutazione – Listing Guide*, 2004 pag. 9.
[9] Borsa Italiana, *Guida alla Valutazione – Listing Guide*, 2004, pag. 16.

Value, la composizione del passivo viene presa in considerazione attraverso il WACC (costruito sul rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi) e indirettamente attraverso la stima del fabbisogno finanziario conseguente agli incrementi di capitale circolante e fisso non coperti dalla liquidità generata dalla gestione corrente. Deducendo all'Enterprise Value la posizione finanziaria netta, si ottiene il c.d. "Equity Value", che misura il valore dei soli mezzi propri.

Il metodo finanziario è molto apprezzato nel mondo anglosassone e in alcuni ambiti professionali, in virtù della maggiore oggettività che molti analisti attribuiscono ad esso. Rispetto al metodo reddituale, infatti, si sostiene che il metodo finanziario consenta di evitare il ricorso ai c.d. accruals grazie all'esclusione dai calcoli delle voci di ricavo e di costo non aventi natura monetaria. La messa in discussione di tale presunta superiorità del DCF da parte di molti studiosi (tra cui Guatri-Bini)[10] non ne ha minato sinora la diffusione, spesso in abbinamento al metodo dei multipli.

A proposito del metodo del DCF, la portata prospettica espressa dal valore terminale ne rappresenta al tempo stesso il vantaggio ed il limite, essendo la stessa accompagnata da un'elevata incertezza e aleatorietà derivanti dalle scelte in merito sia ai flussi da attualizzare sia alle componenti del WACC.

Per quanto riguarda l'individuazione dei tassi e premi in quanto parametri richiesti per l'applicazione del metodo, l'osservazione che si vuole introdurre prima di illustrare le fonti e i dati pubblici disponibili riguarda la questione relativa alla possibilità di adottare criteri e parametri generali (di paese o di settore) per valutare casi concreti che molto spesso risentono di dinamiche specifiche riconducibili soltanto in termini molto macro a quelle generali. I criteri e parametri pubblici hanno il vantaggio dell'imparzialità e terzietà rispetto al punto di vista del perito e dell'aggiornamento, ma d'altro canto essi sono il risultato di semplificazioni o di analisi statistiche e, quasi sempre, riflettono situazioni relative a imprese di grandi dimensioni o quotate nei mercati regolamentati difficilmente paragonabili ai casi concreti che la prassi della valutazione deve affrontare.

Come riportato in un documento pubblicato da alcuni professionisti appartenenti all'Ordine dei commercialisti di Padova[11], oggi sono disponibili molte fonti di facile consultazione, da applicare con la cautela prima citata.

---

[10] L. Guatri, M. Bini, *La Valutazione delle Aziende*, ilano 2005, pag. 538 ss.

[11] Fonti dei parametri finanziari e di mercato, a cura della Sottocommissione Valutazioni d'Azienda dell'Ordine dei Commercialisti e Esperti contabili di Padova

Per i tassi free risk i riferimenti sono facilmente reperibili in siti pubblici (tali indicazioni sono presenti anche nel sito de Il Sole 24 Ore, di Borsa Italiana e in quelli ufficiali dei Ministeri competenti per le emissioni di titoli di stato in Italia e all'estero); in periodi come l'attuale nei quali in molti paesi (almeno europei) i tassi dei titoli di stato sono negativi e l'obiettivo di inflazione al 2% è messo in discussione a livello strutturale (come obiettivo della politica monetaria delle banche centrali a partire dalla BCE), i tassi di attualizzazione sono determinati in prevalenza dalla componente di rischio (paese, settore, realtà specifica) ponderato con il fattore beta nel metodo dei flussi finanziari, che sono reperibili in fonti pubbliche sia gratuite sia a pagamento ma l'adozione dei quali comporta una notevole discrezionalità da parte del perito[12]. A. Damodaran pubblica sistematicamente rendendole consultabili gratuitamente on line statistiche sul rischio paese, sul beta per settore e area geografica e indicazioni di sintesi sull'equity risk premium per paese fornendo anche indicazioni metodologiche sulla numerosità dei campioni. In questo caso, si può assumere che la trasparenza e l'oggettività dell'informazione prevalgano sull'accuratezza e sull'idoneità della stessa a rappresentare le condizioni della specifica realtà oggetto di valutazione salvo situazioni nelle quali circostanze specifiche emerse dall'analisi fondamentale (per esempio in relazione ai rischi nell'orizzonte temporale della valutazione) impongano fattori di ponderazione o moltiplicatori sull'applicazione dei quali si esercitano la discrezionalità e responsabilità del perito.

5.2 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale considera l'azienda come un complesso unitario e si basa sull'assunto che il valore dell'azienda dipende dalla capacità di generare flussi reddituali. Pertanto, il metodo reddituale ha il vantaggio (ma anche il limite) di guardare e misurare l'azienda nel suo complesso. Il metodo reddituale, incentrato sulla valorizzazione dei flussi reddituali, tiene implicitamente conto sia dei beni materiali che compongono l'azienda sia degli elementi immateriali (know how, tecnologia, clientela e ubicazione dell'esercizio, marchi commerciali, brevetti, ecc.) che contribuiscono al realizzo di risultati economici. Il limite è dato dal fatto che, se non si introducono segmentazioni, la visione unitaria e la misura del reddito complessivo non consentono di cogliere singole componenti del risultato che possono essere

[12] Sulla determinazione del costo medio del capitale (Wacc) in situazioni di tassi di interesse zero, manca ancora ad oggi una sistematizzazione da parte degli studiosi. Si richiama a questo proposito lo spunto offerto da Bernardo Bertoldi dell'Università di Torino in Il Sole 24 Ore del 30 novembre 2019 (articolo "Fare impresa nell'era degli interessi zero")

caratterizzate da dinamiche diverse (per esempio, in relazione alla sostenibilità nel tempo e all'orizzonte temporale) o che potrebbero avere un valore economico autonomo rispetto al core business dell'azienda.

Secondo il metodo in esame, il valore del capitale economico dell'azienda è determinato attualizzando o capitalizzando i redditi attesi. I parametri necessari per l'applicazione del metodo sono:

- i flussi reddituali attesi o il reddito medio atteso;
- il tasso di attualizzazione;
- l'orizzonte temporale (rendita infinita o orizzonte limitato, nel caso di orizzonte limitato, numero di anni da considerare).

Come nell'applicazione di tutti i metodi, più della scelta relativa ai singoli parametri è essenziale la coerenza degli stessi suffragata dalle conclusioni maturate dal perito attraverso l'analisi fondamentale. Tra l'altro, se ci si orienta verso la scelta di orizzonte illimitato, l'elemento maggiormente critico del processo di valutazione è riconducibile alla determinazione del reddito[13]. E' in tale ambito che nella forma più ampia si esercitano la discrezionalità e il discernimento dell'esperto il quale può trovarsi ad affrontare le situazioni di:

- ampiezza della base di informazioni storiche e prospettiche, di fonte interna con esplicitazione delle assunzioni e delle ipotesi di costruzione degli scenari previsionali;
- destrutturazione dei processi di pianificazione interna e conseguente possibilità di ricorrere ai soli dati di bilancio riferiti agli anni precedenti.

Se possibile, è preferibile procedere alla puntuale attualizzazione dei singoli redditi futuri, anzichè capitalizzare un reddito medio atteso limitando in tal modo anche la discrezionalità del perito. Peraltro, considerata la difficoltà di prevedere in maniera attendibile i singoli risultati economici attesi per il futuro in un arco temporale sufficientemente esteso (anche in aziende con processi di pianificazione strutturati), nella prassi spesso si applica la formula della capitalizzazione di un reddito medio atteso, determinato proiettando nel futuro la situazione economica aziendale storica e tentando di rappresentare un reddito che mediamente l'impresa sia in grado di produrre in futuro. Il reddito che viene utilizzato spesso è il risultato di una media ponderata, eventualmente considerando un arco temporale consuntivo (3-5 anni)

---

[13] Si veda in proposito la posizione espressa da M. Bini in "*Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare*", La Valutazione delle Aziende, volume 1, luglio 2019; tra l'altro, l'Autore ritiene implicitamente frequente e giustificata l'assunzione di un orizzonte illimitato con riferimento al metodo reddituale.

e una proiezione giudicata attendibile dall'esperto anche alla luce degli esiti dell'analisi fondamentale. Gli elementi che vengono considerati possono essere, infatti, sia la serie storica di risultati già conseguiti sia le proiezioni reddituali che risultano dai budget e dai piani aziendali. I pesi da utilizzare sono crescenti in funzione del realismo e della credibilità dei singoli livelli reddituali ai quali vengono attribuiti. La sensibilità dell'esperto – sviluppata attraverso un'attenta, esaustiva e critica analisi fondamentale – dispiega i suoi effetti proprio in queste scelte metodologiche.

L'applicazione del metodo reddituale richiede che i risultati economici storici presi a base delle stime siano oggetto di un attento processo di normalizzazione, mediante il quale si cerca di eliminare le seguenti componenti economiche:

- quelle di tipo straordinario;
- quelle riferibili a eventi o condizioni gestionali non esistenti alla data di riferimento della valutazione;
- quelle generate da mere politiche di bilancio.

I valori reddituali risultanti dal procedimento di normalizzazione devono poi essere verificati alla luce delle linee programmatiche contenute nei piani aziendali e del futuro andamento del mercato (domanda, offerta, prezzi, concorrenza, ecc.).

Al termine del processo di normalizzazione si perviene a risultati considerabili come ragionevolmente normali, la media dei quali è destinata a perdurare nel tempo.

Il risultato economico così determinato è qualificabile come:

- prospettico, in quanto riflette le condizioni di redditività attesa dell'azienda;
- medio, in quanto è quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre;
- normalizzato, in quanto depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e estranee alla gestione.

Il risultato economico medio prospettico, quindi, è quello ottenibile in condizioni normali di svolgimento della gestione al netto degli oneri tributari gravanti, seppur potenzialmente, su di esso e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e dalle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il risultato dovrebbe essere tale da riflettere sinteticamente il giudizio che il perito ha sviluppato sulla capacità dell'azienda di generare reddito nel tempo e tutti gli aspetti che hanno impatto sulla misura di tale reddito (sotto il profilo strategico, di investimento, fiscale, ecc.). Per questo, soprattutto nello scenario di orizzonte illimitato, il metodo reddituale concentra in un'unica variabile (il reddito medio

atteso) la pluralità di elementi (interni ed esterni, materiali e immateriali, ecc.) che hanno impatto sulla vita aziendale.

La riflessione sulla dimensione temporale del reddito accompagna ed è strettamente connessa alla quantificazione ed alla composizione del reddito stesso. E' frequente nella prassi il ricorso all'ipotesi di durata indefinita del reddito, alla quale corrisponde l'applicazione della funzione del valore attuale della rendita perpetua. Tale scelta trova innanzitutto giustificazione nella considerazione che, oltre un certo numero di anni, la differenza tra il valore attuale della rendita limitata a n anni e il valore attuale della rendita perpetua diventa trascurabile. L'estensione ad un orizzonte temporale piuttosto ampio della valutazione è anche coerente con la visione dell'impresa come ente proiettato nel lungo periodo, i cui obiettivi non possono essere limitati al profitto di breve (visione che sta ritornando di attualità in contesti – quale quello delle grandi multinazionali americane – dove alla stessa viene attribuito un certo grado di novità e originalità). Tale visione, dalla quale deriva l'ipotesi di allungamento dell'orizzonte temporale di riferimento e, quindi, della rendita infinita, deve però essere valutata alla luce di alcune condizioni:

- la possibilità di incorporare nel reddito medio atteso le esigenze che la normale evoluzione del ciclo di vita pone ad ogni realtà in termini di innovazione e relativi investimenti; applicando il metodo reddituale, tali esigenze sono rappresentate essenzialmente dalla variabile degli ammortamenti e degli oneri finanziari (la stima di questi ultimi deve comprendere eventuali discontinuità derivanti dall'avvio di investimenti significativi);
- la verifica che tra le componenti che costituiscono il reddito non vi siano elementi la sussistenza dei quali è legata a fattori (materiali o immateriali) caratterizzati da un ciclo di vita o da una vita utile con durata limitata (un brevetto in scadenza il cui sfruttamento è fondamentale per il business della società e che, una volta scaduto, esaurirà o ridurrà i suoi effetti in termini di vantaggio competitivo per l'impresa detentrice non in grado di sostenere investimenti per lo sviluppo di brevetti alternativi, un diritto di concessione dal rinnovo incerto, ecc.).

Se le condizioni indicate non sono soddisfatte e non è possibile stimare il fabbisogno di investimenti per il mantenimento del reddito ai livelli considerati per la valutazione oppure esistono fattori di elevato impatto sul reddito con vita utile definita, è inevitabile abbandonare l'ipotesi della rendita infinita e optare per l'orizzonte limitato. L'arco temporale è tanto più facile da individuare (e meno discrezionale) quanto più attraverso l'analisi fondamentale sono stati individuati i driver del vantaggio competitivo e con l'esame approfondito dei conti

economici della società le componenti del reddito complessivo sono state disaggregate e indagate singolarmente.

L'analisi di sensitività della stima del valore rispetto all'arco temporale (tendenzialmente compreso tra 5 e 8 anni e, in ogni caso, non oltre i 10) è strumento utile per valutare le conseguenze delle diverse opzioni metodologiche e definire un intervallo di valori all'interno del quale stabilire quello puntuale, in linea con le conclusioni tratte dall'analisi fondamentale e considerando in maniera opportuna il contesto ed il settore nel quale l'impresa opera.

In termini matematici, il valore del capitale economico dell'azienda è determinato applicando una delle seguenti formule:

- in caso di durata indefinita dell'orizzonte temporale di riferimento,

$$W = {}^{R}/_{i}$$

- nel caso in cui la durata dell'orizzonte temporale di riferimento sia pari a n,

$$W = R \cdot a_{n\neg i}$$

dove:

- R = reddito medio normale atteso;
- $a_{n\neg i}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i";
- n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato;
- i = tasso di attualizzazione.

Il tasso di attualizzazione è determinato tenendo conto dei rendimenti generati da investimenti simili, caratterizzati dal medesimo grado di rischio. Esso incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) e l'adeguata remunerazione per il maggior rischio sopportato. In dettaglio, esso comprende:

a) il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, determinato sostanzialmente con riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve;
b) la maggiorazione del tasso di puro interesse, a titolo di premio per il rischio di impresa.

La prassi ha individuato tassi normali di settore, variabili da paese a paese e anche in funzione di situazioni storiche particolari.

In mancanza di tassi di settore, la dottrina economico-aziendale ha specificato la definizione del tasso di attualizzazione come:

- tasso di rendimento di un investimento privo di rischio prontamente liquidabile deflazionato al netto della tassazione (tasso dei titoli di Stato deflazionato al netto della tassazione);
- spread per la minor liquidabilità dell'investimento in azienda rispetto ai titoli di Stato;
- spread per il rischio economico dovuto all'investimento in azienda (rischio generico del settore di attività);
- spread per il rischio economico specifico dovuto all'investimento nella specifica azienda da valutare (tale spread è solo eventuale, laddove il rischio dell'azienda da valutare sia superiore al rischio economico del settore).

Per quanto riguarda lo spread per la minor liquidabilità dell'azienda rispetto ai titoli di Stato, in alternativa all'aumento del tasso di attualizzazione del reddito si può utilizzare una tecnica più pragmatica della precedente, che determina il costo opportunità.

E' stato altresì evidenziato come il tasso di attualizzazione da utilizzare nelle valutazioni fondate sui flussi deve rispondere a due principi:

- "il principio della sostituibilità dell'investimento, nel senso che il tasso di attualizzazione deve essere allineato al rendimento ritraibile da investimenti della medesima classe di rischio;
- il principio della coerenza con i flussi del risultato da attualizzare, nel senso che il tasso deve essere coerente con i flussi di risultato prospettici normalizzati"[14].

In presenza di investimenti patrimoniali non strettamente riferibili al complesso aziendale produttivo del reddito (quali -per esempio- le unità immobiliari a uso civile abitazione di proprietà di imprese industriali o commerciali), al valore ottenuto - applicando una delle due formule riportate - deve essere aggiunto il valore di tali investimenti patrimoniali.

5.3 La valutazione delle aziende in start up

Un caso particolare di applicazione dei metodi illustrati è quello delle società in fase di start up. Tale fase si caratterizza per un andamento in cui "si parte con risultati negativi, che via via si attenuano fino al raggiungimento di ricavi e costi che consentono il pareggio economico; da qui si apre una fase di risultati crescenti, fino al raggiungimento prima di un risultato in

[14] L. Guatri, M. Bini, *I tassi nelle valutazioni delle cash generating units*, Università Bocconi editore, Milano, 2004, pag. 69.

equilibrio e poi del livello atteso a regime[15]". Secondo uno studio pubblicato nel 2020 da EY[16], alcuni elementi complicano la valutazione delle start up:

- probabilità di fallimento, dato che secondo i dati Eurostat circa il 50% delle società appena nate muore entro i primi cinque anni di attività;
- flussi di cassa negativi e lunga fase di accelerazione prima di raggiungere livelli normali di redditività a lungo termine;
- limitata solidità e storicità dei risultati finanziari;
- alto livello di incertezza relativo allo sviluppo del mercato futuro e alla sostenibilità nel tempo di risultati guidati da innovazioni tecnologiche.

In tali condizioni, può essere utile un'impostazione mista, che abbini:

- la componente economica rappresentata dal flusso reddituale atteso a regime;
- la componente finanziaria costituita dai flussi positivi e negativi fino al raggiungimento del reddito a regime.

Si tratta, quindi, di determinare il valore terminale dell'azienda in start up attraverso la capitalizzazione a durata indefinita del reddito atteso a regime, sottraendo a tale importo la sommatoria dei flussi finanziari per il periodo che si stima necessario a raggiungere il reddito a regime. In questo modo il risultato della stima consente di rilevare il valore potenziale e l'impegno finanziario da sostenere affinché il potenziale si esprima effettivamente; attraverso i tassi è possibile scontare adeguati (e anche elevati) livelli di rischio.

5.4 Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli, inteso e applicato in modo rigoroso, è appropriato per determinare il prezzo probabile, grandezza empirica diversa dal valore economico. Inoltre, idealmente, nell'applicazione del metodo grande attenzione dovrebbe essere prestata alla comparabilità delle società e delle transazioni prese a confronto. Il rispetto di tali condizioni (relativa la prima alla configurazione di valore e la seconda alle modalità di applicazione) ne limiterebbero l'adozione a ben pochi isolati casi e non giustificherebbe la fortuna e la frequenza di ricorso del metodo anche nell'ambito della prassi professionale. In effetti, come per i tassi e altri parametri della valutazione, nella prassi si sono diffusi criteri convenzionali in base ai quali è legittimo fare riferimento a indicatori settoriali, ai quali è possibile accedere anche con una certa facilità e a titolo gratuito; sono disponibili multipli relativi alla maggior

[15] L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 2008, pag. 521*

[16] EY Advisory S.p.A., *Startup & Venture Capital Framework metodologico per la valutazione pre-money di una start-up*, 2020

parte dei comparti industriali e per aree geografiche (Europa, America, Asia, specifici mercati anche emergenti)[17]. Questo fenomeno ha ulteriormente semplificato il processo di applicazione del metodo dei multipli, che consente di determinare la stima partendo da un indicatore aziendale e un multiplo settoriale, aprendo la via ad un'adozione meno rigorosa ma ampiamente accolta dagli addetti ai lavori e, spesso, ben accetta anche ai destinatari delle valutazioni.

Per le caratteristiche indicate e grazie alla divulgazione e generale accettazione del metodo con pari (o superiore) dignità rispetto a quelli assoluti, il ricorso al metodo dei multipli è utile anche come metodo di controllo e a completamento di un processo di valutazione condotto con la necessaria attenzione all'analisi fondamentale e alla valutazione secondo i metodi assoluti.

Il vantaggio essenziale del metodo dei multipli risiede nella semplicità. In estrema sintesi, esso consente di pervenire ad una valutazione relativa dell'azienda espressa dal prezzo probabile che si potrebbe realizzare per la stessa ad un dato istante sul mercato. Rispetto alle valutazioni analitiche o assolute, nell'ambito delle quali l'esperto si trova nella necessità di formulare una serie talvolta complessa di ipotesi in merito allo sviluppo aziendale e al costo del capitale, la valutazione in base al metodo dei multipli poggia su basi semplici ed oggettivamente riscontrabili (almeno all'apparenza). Secondo i sostenitori del metodo, la semplicità e l'oggettività sono date dalla facilità di applicazione e dalla disponibilità di un'ampia base di dati finanziari.

I limiti del metodo sono connaturati alle caratteristiche dello stesso:

- la difficoltà nell'individuare società o transazioni comparabili in modo rigoroso e le conseguenti semplificazioni nella ricerca dei moltiplicatori (ricavabili dalle fonti pubbliche, per comparti industriali e aree geografiche);
- la difficoltà di interpretare i dati del mercato;
- il rischio che le quotazioni riflettano componenti emozionali;
- le perplessità in merito all'utilizzo di tale metodo per società di dimensioni minori e per situazioni in cui si rende opportuna l'applicazione di premi e sconti (la cui entità costituisce un elemento di elevata discrezionalità).

[17] I multipli riportati negli studi relativi alle società quotate reperibili nel sito di Borsa Italiana e quelli rilevati periodicamente da fonti pubbliche (Damodaran, Duff & Phelps in primis) hanno il vantaggio della trasparenza e oggettività e spesso lo svantaggio della "lontananza" rispetto alla realtà oggetto di valutazione. Il confronto tra le risultanze di più metodi aiuta a superare tale svantaggio o, quanto meno, ad evitare errori grossolani derivanti dalla non comparabilità del caso specifico con quelle che compongono i campioni statistici.

L'uso attento e rigoroso dei multipli richiede che l'esperto valuti innanzitutto se il multiplo sia in grado di rappresentare un nesso causale importante tra valore dell'impresa e parametro di performance; in tal senso, occorre evitare il ricorso a multipli privi di qualsiasi nesso di causalità tra variabili di performance aziendale e prezzo di mercato del titolo, i c.d. "falsi multipli" (o multipli casuali) che conducono a gravi distorsioni nel processo valutativo.

In particolare, l'affidabilità del multiplo deve essere valutata sulla base delle seguenti proprietà:

- la normalità, che garantisce il fatto che la base fondamentale (i drivers del valore) non abbiano un peso troppo limitato;
- l'ordinabilità, in base alla quale, i multipli, a parità di risultati contabili storici, sono tanto più elevati quanto maggiori sono le future opportunità di crescita;
- la dinamica mean reverting (convergenza verso la media), in base alla quale il multiplo tende a stabilizzarsi nel tempo e a perdere volatilità tanto maggiore è il nesso causale tra la variabile al denominatore e il prezzo;
- la convergenza verso la relazione fondamentale a mezzo dell'aggiustamento del prezzo, in base alla quale, quando le variazioni di prezzo non si accompagnano a variazioni della variabile al denominatore (con conseguente variazione del multiplo), il multiplo medesimo può essere normalizzato attraverso aggiustamenti del prezzo.

Anche sulla scelta dell'indicatore, la prassi e la divulgazione hanno introdotto ulteriori semplificazioni, tanto che quasi sempre ci si riferisce all'Ebitda indipendentemente dal settore, dall'area geografica e dalla tipologia di azienda. Questo orientamento è andato di pari passo con la diffusione di informazioni pubbliche incentrate su poche variabili (e prima fra tutte l'Ebitda) e con la dinamica delle transazioni i cui termini insistono su questa componente in quanto espressiva del valore che la società è in grado di generare.

E' stato anche evidenziato[18] come l'analisi per multipli sia lo strumento fondamentale di stima in contesti nei quali i risultati economici sono difficilmente prevedibili, sostanzialmente a motivo delle circostanze che:

- l'insieme degli analisti è in grado di esprimere previsioni migliori dell'analista più informato;
- le previsioni dell'insieme degli analisti sono espressione di un vantaggio informativo, poiché gli errori di previsione di ciascun analista sono diversificati all'interno della media generale delle previsioni.

[18] L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2009, pag. 633.

La Fondazione Nazionale dei Commercialisti ha dedicato un documento al tema della determinazione del valore di un'azienda in base ai multipli[19], auspicando tra l'altro che una maggiore propensione dell'imprenditoria italiana all'apertura del capitale estenda la dimensione dei mercati regolamentati nel nostro paese rendendo pertanto più affidabile anche l'utilizzo di questo metodo. A proposito della difficoltà a rintracciare società comparabili nel contesto italiano, la Fondazione non esclude di estrarre il multiplo dalle fonti pubbliche facilmente accessibili prima citate (banche dati internazionali quali Bloomberg Datastream o sito web Damodaran, utile talvolta anche per i tassi e i premi per il rischio): "*Un campione formato da società appartenenti al medesimo settore e al mercato di quotazione domestico conduce a risultati indubbiamente migliori; purtroppo questa situazione si verifica raramente in Italia dove i mercati sono ancora poco sviluppati. In alternativa, fermo restando inevitabili differenze che si produrranno, l'esperto potrà costruire un campione che includa società quotate su mercati esteri e magari anche non appartenenti al medesimo settore rispetto all'azienda oggetto di valutazione, ma che presentano in comune elementi quantitativi e qualitativi quali ad esempio: simile tasso di crescita e profilo di rischio, dimensione, grado di indebitamento, posizionamento competitivo*"[20].

Nell'applicazione del metodo dei multipli, la necessità di formulare ipotesi si sposta, quindi, dall'azienda oggetto di valutazione (come nel caso dei metodi assoluti) alla costruzione del campione e all'individuazione dei parametri di mercato, perdendo di efficacia con il decrescere di intensità della comparabilità.

L'uso dei multipli avviene sulla base di due approcci:

- l'approccio delle società comparabili, che si fonda sul riferimento a un campione di società quotate comparabili e ai prezzi di Borsa o, in alternativa, a multipli di settore per area geografica resi elaborati da società di consulenza e enti di ricerca sulla base delle quotazioni sui mercati regolamentati;
- l'approccio delle transazioni comparabili, che si fonda sul riferimento ai prezzi di negoziazioni riguardanti, in genere, il controllo o pacchetti rilevanti di società comparabili.

5.4.1 L'approccio delle società comparabili

In senso rigoroso, il processo valutativo si articola nelle seguenti fasi:

- scelta del campione delle società comparabili;

[19] Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Il valore di un'azienda in base ai multipli*, 30 novembre 2015.
[20] Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Il valore di un'azienda in base ai multipli*, 30 novembre 2015, pag. 4.

- scelta dei moltiplicatori;
- elaborazioni e scelte finali.

Ai fini della scelta del campione delle società comparabili, il giudizio di comparabilità deve essere effettuato sulla base di una serie di fattori essenziali:

- l'appartenenza allo stesso settore;
- la dimensione;
- i rischi finanziari;
- l'omogeneità effettiva delle grandezze assunte a base dei multipli;
- la governance;
- la trasparenza;
- lo stadio di vita della società;
- i modelli di business.

Come sopra illustrato, la ricchezza e ampiezza di tali fattori rende ardua l'applicazione rigorosa del metodo. I multipli settoriali per area geografica possono essere un'alternativa, anche se con una valenza conoscitiva diversa. Guatri critica questo approccio, ritenendolo adeguato soltanto in particolari situazioni ("(...) *l'uso dei multipli nasce e si diffonde, per un certo periodo, al fine di corrispondere a esigenze di praticità e di immediatezza delle valutazioni. Ciò spiega la diffusa tentazione di assumere un multiplo medio di settore (per esempio, P/E per il settore alimentare, P/BV per il settore bancario, ecc.) da applicare molto semplicemente all'impresa-obiettivo. Questo comportamento contiene però il rischio che, in luogo del paradigma valutativo di mercato, si adotti la composizione arbitraria di un gruppo di società comparabili.* (...) *Da ciò si deduce come il paradigma valutativo di mercato possa anche condurre a identificare, peraltro in circostanze molto particolari, multipli in grado di rappresentare standard di valore, ma che questa situazione deve essere il risultato di un'analisi volta a estrarre il paradigma valutativo di mercato e non un obiettivo a priori*"[21]).

I multipli adottabili sono di due categorie:

- equity side (multipli del capitale), quando il numeratore del rapporto che definisce il multiplo è la capitalizzazione o il prezzo di Borsa delle azioni; in questa categoria, i multipli più frequentemente utilizzati sono:
  - Price/Earning (P/E);
  - Price/Sales (P/S);
  - Price/Book Value (P/B);

[21] L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2008, pag. 673.

  - Price/Asset Value;

- asset side (multipli dell'attivo), quando il numeratore del rapporto che definisce il multiplo è l'investimento nell'attivo lordo, generalmente inteso quale somma tra la capitalizzazione di Borsa e il debito finanziario netto (debiti–liquidità) ed espresso con il simbolo EV (Enterprise Value); in questa categoria, i multipli più frequentemente utilizzati sono:
  - Enterprise Value/Net Sales (fatturato netto);
  - Enterprise Value/EBITDA;
  - Enterprise Value/EBITA;
  - Enterprise Value/EBIT.

Borsa Italiana[22] individua i seguenti principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda:

- EV/EBITDA, rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- EV/EBIT, rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
- Price/Earning (P/E), rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- EV/OFCF: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;
- EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

Esemplificando l'applicazione dei multipli, individuato il multiplo – per esempio – dell'EBITDA in base al seguente rapporto:

$$\frac{W + PFN}{EBITDA} = multiplo$$

- W = Valore di Borsa del capitale netto (capitalizzazione di Borsa);
- PNF = Posizione finanziaria netta;

il valore dell'azienda-obiettivo è ricavabile come segue:

$$W = (EBITDA \cdot multiplo) - PFN$$

Infine, la fase delle elaborazioni e delle scelte finali attiene a:

- la rielaborazione dei dati aziendali con correzioni quali l'adattamento ai principi contabili di generale accettazione, l'eliminazione di poste straordinarie o non ricorrenti, l'eliminazione di cause di disomogeneità nei criteri contabili applicati alle società confrontabili rispetto all'impresa obiettivo;
- il riesame critico delle elaborazioni e ricerche condotte sulle società comparabili, che investe, per esempio, l'opportunità di applicare uno sconto di negoziabilità quando si

[22] Borsa Italiana, *Guida alla valutazione – Listing guide, 2004*, pag. 21.

procede a valutare una società non quotata a mezzo di moltiplicatori espressi da società quotate comparabili, ovvero la necessità di applicare al risultato ottenuto sconti di minoranza o premi di maggioranza.

Per quanto riguarda il periodo di riferimento, in genere i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, anche se è possibile scegliere periodi temporali diversi a seconda della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione. La posizione finanziaria netta dell'azienda oggetto della valutazione è determinata alla data di riferimento della valutazione. Anche su questo tema, la Fondazione dei Commercialisti introduce un punto di vista leggermente diverso, partendo dal presupposto che il risultato della valutazione con i multipli corrisponda all'attualizzazione dei flussi attesi. Secondo tale logica, "*potrebbe rendersi opportuno applicare il quoziente ad una grandezza dell'azienda oggetto di stima prospettica piuttosto che storica; il rischio in questo caso potrebbe essere la diversità degli scenari ipotizzati dagli analisti che determinano i quozienti rispetto ai piani elaborati dal management della società*"[23].

Da questo e da altri interventi in merito della Fondazione, si intuisce il tentativo di rendere più utilizzabile e praticato il metodo dei multipli nella realtà italiana certificandone la portata anche ai fini della stima del valore, a conferma di una certa tendenza alla convergenza tra il punto di vista degli analisti finanziari (che ammettono i limiti del metodo DCF e del metodo dei multipli) e i professionisti (che concordano sulla necessità di superare i limiti dei metodi assoluti). Tutti concordano sulla rilevanza dell'analisi fondamentale, anche se per scopi diversi, e sulla necessità che le ipotesi alla base della stima (sempre presenti indipendentemente dal metodo utilizzato) siano ben esplicitate.

5.4.2 L'approccio delle transazioni comparabili

Questo approccio è stato favorito nella prassi grazie alla crescente disponibilità di informazioni su transazioni intervenute, raccolte su specifiche banche dati. Il processo valutativo si articola nelle seguenti fasi:

- raccolta delle informazioni sui prezzi delle transazioni comparabili, in un certo arco temporale per aziende del settore;
- analisi di comparabilità-omogeneità;
- sviluppo dei multipli per rendere comparabile i prezzi con l'azienda-obiettivo;

[23] Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Il valore di un'azienda in base ai multipli*, 30 novembre 2015, pag. 10.

- utilizzo di tali multipli per esprimere il valore dell'azienda-obiettivo.

Anche in relazione a questo approccio, risulta di particolare importanza la corretta determinazione delle performance espresse al denominatore per l'azienda-obiettivo; al riguardo, occorre tenere presente la necessità di considerare sia le informazioni storiche sia le proiezioni nel futuro. Nella pratica professionale, si assiste spesso all'impiego congiunto dei due approcci: quello delle società comparabili e quello delle transazioni comparabili.
In realtà, il prezzo di una transazione differisce molto spesso dai prezzi di Borsa a motivo fondamentalmente delle seguenti circostanze:

- il perimetro della cessione;
- lo strumento di pagamento;
- lo status dell'impresa target e l'esistenza di eventuali vincoli;
- le sinergie che il compratore stima di realizzare dall'acquisizione;
- la natura del prezzo (perché riferito ad una data specifica, a specifici contraenti).

La dottrina ha evidenziato come anche i multipli che derivano da transazioni comparabili implicano assunzioni e rettifiche[24]:

- esprimono le attese di sfruttamento degli asset da parte dell'acquirente;
- richiedono sempre di essere aggiustati quando non si riferiscono alla totalità del capitale dell'impresa oggetto di transazione; normalmente i prezzi delle transazioni incorporano premi o sconti;
- sono costruiti su prezzi formatisi su archi temporali anche molto estesi, che perciò devono essere relativizzati alle condizioni di mercato prevalenti; l'assunzione di un periodo di osservazione particolarmente ampio conduce al rischio di individuare prezzi eterogenei perché collocati in condizioni di mercato diverse.

Ne deriva che i multipli ricavabili dai prezzi di transazioni che non abbiano per oggetto la totalità del capitale e non presentino condizioni molto rigorose di comparabilità completano l'informazione ottenibile dai multipli di società comparabili, ma raramente possono sostituirla totalmente.

5.5 Premi e sconti (cenni)

Un aspetto delicato è relativo a premi e sconti, intesi nella prassi come premi di maggioranza connessi all'entità della quota oggetto di valutazione e/o ai diritti ad essa legati e premi di

[24] L. Guatri, *La qualità delle valutazioni*, Milano, 2007, pag. 128.

minoranza e/o sconti di illiquidità. Il tema degli sconti di illiquidità è particolarmente rilevante in quanto esso si pone nella prassi quasi sempre in caso di adozione (anche soltanto come metodo di confronto) del metodo dei multipli. Data la difficoltà ad individuare transazioni comparabili (o perché non verificatesi in condizioni temporali comparabili con quelle della valutazione o perché – come spesso accade – non ne sono resi pubblici i parametri di valutazione), si ricorre generalmente alle fonti statistiche prima accennate tenendo conto poi del fattore dimensionale e della illiquidità del capitale della società attraverso lo sconto. Molti autori si sono cimentati sull'argomento ed esistono dati statistici, soprattutto sul mercato americano. In un intervento del 2017 riportato da Euroconference[25], viene indicato un intervallo compreso tra il 20% e il 40% del valore determinato per tenere conto del premio di maggioranza o dello sconto di minoranza e una media intorno al 30% per lo sconto di illiquidità. C'è da chiedersi quanto l'applicazione di percentuali così elevate di riduzione del valore minino l'attendibilità stessa del metodo specialmente laddove si adotta il metodo dei multipli con ricorso a multipli tratti dalle valutazioni di borsa o da fonti statistiche e applicati a realtà con struttura, organizzazione e posizionamento completamente diversi.

In relazione alla dimensione degli sconti di illiquidità, la Fondazione dei Commercialisti fornisce nel documento prima citato alcune indicazioni:

- innanzitutto, viene sancito il principio secondo cui "*gli investitori sono disposti a pagare meno un'azienda illiquida rispetto ad un'altra attività simile ma liquida*"[26] e tendenzialmente l'investitore sconta già in fase di acquisizione il costo della transazione futura per il futuro acquirente;
- riporta i risultati di studi empirici riferiti soprattutto al mercato americano dai quali emergono percentuali di sconto anche molto elevate (superiori al 40%)[27].

* * * * *

[25] Euroconference, articolo del 2 novembre 2017 a cura di Fabio Landuzzi

[26] Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Il valore di un'azienda in base ai multipli*, 30 novembre 2015, pag. 13.

[27] Si veda anche quanto riportato in L. Guatri, *La qualità delle valutazioni*, Milano, 2007, pag. 134, dove viene indicata una media ponderata pari al 31,65.

6. La valutazione della Società

6.1 La scelta del metodo di valutazione

Oggetto della presente stima è il valore delle partecipazioni detenute nella società PortaNatura per una quota pari complessivamente al 94,81% del capitale sociale, alla data del 31 marzo 2021, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343-*ter* del codice civile.

A tal fine è necessario per prima cosa procedere alla valutazione del 100% del capitale della società PortaNatura a tale data.

La scelta del metodo è un momento fondamentale della valutazione, nel quale le raccomandazioni della dottrina vengono confrontate con le caratteristiche del caso in esame collocate nello specifico contesto.

Con riferimento alle formule tradizionali, occorre stabilire in via preliminare quale tra i diversi criteri di valutazione teoricamente adottabili sia correttamente applicabile al caso concreto, tenendo conto che la scelta dipende da molti fattori e, in particolare, da:

- il settore di operatività;
- l'attendibilità dei dati prospettici anche considerando lo stadio di evoluzione della società.

Per quanto concerne il settore di attività, in settori quali – tipicamente – quello commerciale o dei servizi, spesso il valore del capitale economico aziendale è del tutto svincolato rispetto al suo valore meramente patrimoniale, per esempio con riferimento a quelle imprese in cui organizzazione, marchio, clientela, know how tecnologico, ecc., costituiscono fattori determinanti dei risultati. Le aziende in questione potranno essere correttamente valutate osservando prioritariamente dati reddituali o finanziari: si tratta, infatti, di imprese caratterizzate da limitati patrimoni investiti, ma dotate di rilevanti potenzialità economiche. In questi casi il patrimonio, per quanto adeguatamente rivalutato e rettificato, rimane pur sempre un valore inadeguato a esprimere l'intero valore del capitale economico.

Al contrario, possono esistere casi in cui un'adeguata rivalutazione delle componenti patrimoniali è sufficiente ad esprimere correttamente il valore del capitale economico aziendale.

Infine, per quanto concerne le imprese con flussi di cassa normalmente positivi e costanti nel tempo suscettibili di essere stimati con sufficiente attendibilità, il capitale economico aziendale può essere correttamente valutato ricorrendo all'applicazione di metodi finanziari.

Relativamente all'aspetto riguardante l'attendibilità dei dati prospettici, un'azienda che predispone periodicamente documenti previsionali dettagliati e attendibili, dai quali non risultino scostamenti sensibili rispetto ai dati a consuntivo e che mostra di poter mantenere nel

tempo adeguati risultati, ben si presta a tecniche valutative basate su dati previsionali, siano essi di natura reddituale o finanziaria.

Nel caso di PortaNatura, nonostante la Società sia operativa da più di dieci anni, si ritiene che possa essere applicato come metodo principale il metodo adottato nella prassi per le start up (descritto al precedente punto 5.3) alla luce delle seguenti considerazioni:

- il segmento di mercato è in rapido sviluppo, con tassi di crescita tipici dei segmenti innovativi anche per quanto riguarda la componente tecnologica (piattaforma di e-commerce) e logistica;
- PortaNatura ha raggiunto volumi di fatturato significativi soprattutto nel 2019 e nel 2020;
- PortaNatura intende crescere ai ritmi sostenuti indicati nel piano economico/finanziario, come di seguito precisato;
- l'andamento delle proiezioni del piano economico/finanziario riflette le linee tendenziali caratteristiche delle start up.

Come metodo di controllo, escludendo i metodi patrimoniali, si ritiene di adottare il metodo dei multipli con applicazione di uno sconto connesso alle dimensioni e all'illiquidità della Società.

L'analisi delle componenti patrimoniali non ha determinato l'emergere di beni non strumentali o il valore dei quali non possa ritenersi ricompreso nel valore complessivo della Società risultante dall'applicazione dei metodi selezionati. In particolare, per quanto riguarda l'immobile strumentale di proprietà della Società (magazzino sito in Novi Ligure), il marchio e altri beni immateriali, si ritiene che il valore degli stessi sia ricompreso nei flussi di cassa e reddituali presi come base per la valutazione.

6.2 Il piano economico/finanziario

Il piano economico/finanziario per gli anni 2021-2023, al quale si fa riferimento per l'applicazione del metodo principale, è stato elaborato dalla Società in una logica di sviluppo stand alone o di potenziamento dell'integrazione con partner industriali e commerciali in continuità con i rapporti già in essere.

Il piano economico/finanziario è incentrato sull'estensione dell'ambito di attività di PortaNatura:

- in termini di copertura territoriale con l'attivazione dei servizi a Roma e Bologna, parallelamente al potenziamento dell'offerta su Milano, Genova e Torino;

- in termini di segmenti di clientela con l'acquisizione di quote del mercato business to business (ristorazione, specialmente).

Ad oggi la Società vanta circa 7.000 clienti (4.000 su Milano, 2.000 su Genova e 1.000 su Alessandria e Torino) che hanno effettuato almeno un ordine su un totale di circa 11.000 clienti registrati e stima in più di 14.000 i clienti potenziali considerati nell'incremento dei ricavi indicato nel piano economico/finanziario.

Nel piano economico/finanziario è prevista una crescita del 20% dei ricavi nel 2021 con l'avvio dell'operatività su Roma e Bologna; per il 2023 la Società punta ad un fatturato di 8 milioni euro con la composizione indicata nella tabella sotto riportata.

Ricavi - *euro/000*	**2021**	**2022**	**2023**
Milano	1.276	1.697	3.496
Torino	73	148	444
Genova	495	585	1.084
Novi e Alessandria	132	150	201
Roma	122	455	1.032
Bologna	60	134	413
Altro (b2b)	78	367	1.334
Totale	**2.236**	**3.535**	**8.003**

Per il 2021 e il 2022, nonostante le azioni per migliorare la marginalità (che dovrebbe aumentare dal 42% al 50% dei ricavi tra il 2020 e il 2021), il piano economico/finanziario prevede valori negativi di Ebitda e di risultato netto a causa dell'incremento di tutte le voci di costo e, specialmente dei costi di distribuzione/logistica, marketing, personale e generali.

euro/000	2021	2022	2023
Ricavi	**2.236**	**3.535**	**8.003**
Costo del venduto	1.118	1.768	4.002
Margine di contribuzione	**1.118**	**1.768**	**4.002**
Costi distribuzione/logistica	267	385	815
Processing fees	45	67	144
Marketing	281	328	448
Personale	906	1.176	1.386
Packaging	67	103	224
Generali	271	448	748
Totale costi operativi	**1.837**	**2.507**	**3.765**
EBITDA	**-719**	**-739**	**237**
Ammortamenti	34	62	77
Oneri finanziari	5	4	4
Tasse	0	0	50
Risultato netto	**-758**	**-805**	**106**

Gli obiettivi sono sostenuti da un intenso programma di investimenti che nel triennio assorbe risorse finanziarie, drenate anche dalla perdita economica e dalla necessità di finanziarie il

circolante connesso alla crescita. Complessivamente il fabbisogno di cassa è superiore a 2,1 milioni euro nel triennio.

euro/000	2021	2022	2023
Ebitda	-719	-739	237
Delta Capitale Circolante	-35	-32	-112
Oneri finanziari	-5	-4	-4
Tasse	0	0	-50
Investimenti	-250	-280	-150
Cash Flow operativo	**-1.008**	**-1.056**	**-79**

Il management della Società ha dichiarato un obiettivo di redditività a regime (in termini di Ebit%) pari al 10%.

6.3 La valutazione di PortaNatura

6.3.1 I metodi assoluti – Applicazione del metodo DCF e reddituale per le start up

Obiettivo della fase della valutazione descritta nel presente paragrafo è stimare il valore della Società sulla base del metodo descritto al precedente punto 5.3 adottato nella prassi per le start up, in quanto ritenuto più idoneo nel caso specifico a rappresentare il valore economico della Società.

Si procede, pertanto, a stimare innanzitutto la componente di valore terminale della Società attraverso la capitalizzazione a durata indefinita del reddito atteso a regime in base alle seguenti assunzioni:

- reddito netto a regime pari a 640.000 euro (determinato a partire dal fatturato/obiettivo di 8.000.000 euro e dal livello di Ebit% al quale la Società ha dichiarato di puntare, pari al 10% dei ricavi, al netto dell'impatto fiscale stimato al 20% e assumendo che a regime la Società disponga di liquidità almeno pari ai debiti finanziari e non sopporti oneri finanziari in misura significativa);
- numero di anni necessari per raggiungere il reddito a regime pari a 8;
- tasso di inflazione stimato all'1,50%;
- tasso di capitalizzazione del 14%, comprensivo della componente priva di rischio (1,26%), del premio per il rischio imprenditoriale (6,85%) e della maggiorazione per il rischio specifico pari al 6% al fine di tenere conto dell'incertezza legata al raggiungimento degli obiettivi del piano economico/finanziario in una logica stand alone che presuppone anche il reperimento delle risorse finanziarie per sostenere lo sviluppo del piano.

Reddito a regime - *euro*	
Fatturato obiettivo	8.000.000
Ebit% obiettivo	10%
Ebit obiettivo	800.000
imposte (aliquota 20%)	160.000
Ebit al netto dell'impatto fiscale	640.000

free risk	1,26%	*fonte MEF Btp 15 anni asta 14 aprile 2021 rendimento lordo*
equity risk premium	6,85%	*fonte Damodaran, gennaio 2021*
rischio specifico	6,0%	
tasso di capitalizzazione	**14,11%**	

Il valore terminale così calcolato risulta pari a 4.026.471 euro.

euro	
Reddito a regime (R)	640.000
Anni necessari per arrivare a regime	8
Tasso di attualizzazione	0,015
1+i	1,02
n	8
(1+i)^n	1,126
Reddito a regime attualizzato	568.135
Tasso di capitalizzazione (rischio connesso al raggiungimento di R)	14,11%
Capitalizzazione del reddito a regime	**4.026.471**

La componente di flussi finanziari nel periodo di transizione fino al raggiungimento del reddito a regime è stimata assumendo:

- le proiezioni della Società fino al 2023;
- per gli anni successivi i flussi del 2023 senza la componente di investimenti e considerando che il maggior flusso generato via via fino al raggiungimento del livello di reddito a regime sia assorbito dal circolante e dalle necessità di investimento per sostenere il recupero di redditività nel medio termine;
- un costo medio ponderato del capitale dell'11,3% come esplicitato nella tabella sottostante comprensivo di una maggiorazione del 3% ritenuta adeguata data la coerenza e ragionevolezza del piano economico/finanziario della Società (che rinvia al 2023 il superamento della fase di flussi reddituali negativi);
- tasso di crescita pari a zero in quanto la crescita è già incorporata nel piano economico/finanziario.

After tax cost of debt	3%	*fonte: Damodaran, gennaio 2021 (Retail on line)*
Weight	5%	*fonte: Damodaran, gennaio 2021 (Retail on line)*
Weighted cost	**0,1%**	
Risk free rate	1,3%	
Equity risk premium	6,9%	
Beta	1,12	*fonte: Damodaran, gennaio 2021 (Retail on line)*
	7,5%	
Size premium	**3,00%**	
Cost of equity	11,75%	*fonte: Damodaran, gennaio 2021 (Retail on line)*
Weight	95%	*fonte: Damodaran, gennaio 2021 (Retail on line)*
Weighted cost	**11,2%**	
WACC	**11,30%**	

Attualizzazione flussi di cassa *euro/000*	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**
Net Cash Flow	**- 1.008**	**- 1.076**	**- 73**	**291**	**291**	**293**	**298**	**298**
Wacc	0,1130	0,1130	0,1130	0,1130	0,1130	0,1130	0,1130	0,1130
1+i	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
n	2	3	4	5	6	7	8	9
(1+i)^n	1,239	1,379	1,534	1,708	1,900	2,115	2,354	2,620
Flussi cassa attualizzati	**- 814**	**- 780**	**- 48**	**170**	**153**	**138**	**126**	**114**

La componente di flussi finanziari nel periodo di transizione è stimata pari a 940.526 euro.
In base al metodo principale, il valore di PortaNatura viene pertanto determinato nell'importo di 3.085.946 assumendo la neutralità della posizione finanziaria netta.

euro	
Capitalizzazione del reddito a regime	4.026.471
Sommatoria flussi di cassa negativi e positivi	- 940.526
Valore economico	**3.085.946**

6.3.2 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli viene utilizzato nella prassi professionale al fine di determinare il prezzo probabile di un'azienda, sulla base di un moltiplicatore individuato con riferimento a transazioni o società comparabili.
Nel caso specifico, l'applicazione del metodo dei multipli viene proposta ad integrazione dei risultati dell'applicazione del metodo principale al fine di verificare la coerenza (o le condizioni di coerenza) di tali risultati con le indicazioni di mercato.
Date le caratteristiche di PortaNatura, si è ritenuto di adottare il metodo dei multipli secondo la seguente formula:

Equity Value = Enterprise Value – PFN = (Ebitda x multiplo di mercato) – PFN.

Per l'indicazione dei multipli di mercato, ai soli fini prima riportati e in assenza di informazioni su transazioni comparabili, si è fatto riferimento ai dati di società europee operanti nel settore retail e retail on line tratti dalle pubblicazioni a cura di Statista 2021 presi a riferimento anche da Mediobanca[28]. Si ritiene di applicare un multiplo pari a 26,39 risultante dalla media dei comparti retail general, retail special lines e retail online; tale multiplo rispecchia il modello di business di PortaNatura che associa aspetti propri della distribuzione al dettaglio (marketing e logistica) con elementi di enogastronomia (special lines) e focus sul canale on line.

Il metodo è stato pertanto applicato sulla base dei seguenti dati:

- valore di Ebitda di PortaNatura pari a 195.734 euro, importo che considera l'Ebitda realizzato nel 2020 (pari a 217.482 euro come risultante dal progetto di bilancio al 31 dicembre 2020) rettificato del 10% per tenere conto del carattere in parte eccezionale della crescita del fatturato registrato nel 2020;
- PFN stimata pari a 90.000 euro come differenza tra liquidità disponibile e ammontare del debito finanziario;
- multiplo assunto in misura pari a 26,39;
- sconto di illiquidità pari al 40% (sulla base delle considerazioni svolte al precedente punto 5.5).

euro	
Ebitda 2020	195.734
Multiplo	26,39
Enterprise value	5.165.415
PFN	90.000
Equity value	5.075.415
Sconto illiquidità	40%
Valore economico	**3.045.249**

Con il metodo dei multipli, il valore di PortaNatura viene quindi determinato nell'importo di 3.045.249 euro, in linea con il risultato dell'applicazione del metodo principale.

[28] Area Studi Mediobanca, *Osservatorio sulla GDO alimentare italiani e i maggiori operatori stranieri*, marzo 2021

6.3.3 Il valore di PortaNatura

Alla luce della conferma derivante dall'applicazione del metodo dei multipli e sulla base delle assunzioni descritte nei paragrafi precedenti, il valore del 100% del capitale della società Porta Natura può essere stimato nell'importo arrotondato di 3.085.000 euro come risultante dall'applicazione del metodo principale.

euro	
Metodo principale	**3.085.946**
Metodo dei multipli	3.045.249

* * * * *

7. CONCLUSIONI

In seguito alle valutazioni operate, il valore del 100% del capitale della società PortaNatura S.r.l. alla data del 31 marzo 2021 è determinato nell'importo di 3.085.000,00 euro.

Pertanto il valore delle partecipazioni della società PortaNatura S.r.l. oggetto di conferimento, corrispondenti complessivamente al 94,81% del capitale sociale, alla data del 31 marzo 2021 è stimato nell'importo arrotondato di 2.925.000,00 (duemilioninovecentoventicinquemila/00) euro.

In particolare il valore alla data del 31 marzo 2021 dei conferimenti effettuati dai soci di seguito elencati ammonta complessivamente all'importo di 2.925.000,00 euro ed è composto come segue.

Socio	**Valore nominale** - *euro*	**Valore conferimento** - *euro*
Caterina Anna Maria Angela Rossi Cairo	20.000	1.234.000,00
Dean Thomas William	16.907	1.043.150,00
Giorgio Felice Pio Rossi Cairo	10.000	617.000,00
Piero Luigi Rossi Cairo	500	30.850,00
Totale	**47.407**	**2.925.000,00**

In conclusione, i soci di PortaNatura S.r.l., conferendo le partecipazioni sopra indicate, potranno ricevere in concambio quote o azioni della società conferitaria il cui valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, non può essere superiore complessivamente a 2.925.000,00 euro.

Voghera, 15 giugno 2021

Il perito

Dott. Roberto Lugano

Allegato "C" all'atto in data 29 giugno 2021, rep.n. 10808/5463

S T A T U T O

DENOMINAZIONE - SEDE - DURATA - OGGETTO

Articolo 1

È costituita una società per azioni sotto la seguente denominazione "**EcorNaturaSì S.P.A.**" (la "**Società**" ovvero "**EcorNaturaSì**").

Articolo 2

2.1 La Società ha sede nel Comune di San Vendemiano (TV) all'indirizzo risultante dalla apposita iscrizione eseguita presso il Registro delle Imprese ai sensi dell'articolo 111-*ter* disposizioni di attuazione c.c..

2.2 Il consiglio di amministrazione della Società potrà istituire e/o sopprimere agenzie, uffici di rappresentanza e sedi secondarie in Italia o all'estero, nonché trasferire la sede sociale nell'ambito dello stesso Comune.

Articolo 3

3.1 La Società ha per oggetto:

- la produzione, la trasformazione ed il commercio all'ingrosso e al dettaglio, sia direttamente che indirettamente ed in tutte le forme consentite dalla legge ivi compresi il commercio elettronico e quello per corrispondenza, di prodotti biologici e non biologici, inerenti l'alimentazione umana ed animale (ivi inclusi, senza limitazione, la carne proveniente da allevamenti biologici, il pane e, in genere, i prodotti di panetteria e da forno), dei prodotti per la cosmesi, per l'erboristeria, per la cartoleria e libreria, per l'abbigliamento, di articoli casalinghi, nonché il deposito di merci presso i propri magazzini per la successiva distribuzione;
- l'attività agricola con coltivazione di terreni agricoli, la conduzione zootecnica inclusa quella delle api con detenzione e conduzione di alveari, anche non correlate alla gestione del terreno, l'allevamento di animali e in genere ogni attività prevista dall'art. 2135 del codice civile il tutto secondo i principi dell'agricoltura biodinamica e biologica;
- l'attività di logistica in genere, custodia, gestione e trasporto anche per conto terzi dei prodotti indicati al punto precedente;
- l'erogazione di servizi di organizzazione logistica, commerciale e *marketing* e attività di servizi connesse;
- l'erogazione di servizi di gestione ed elaborazione di dati contabili, amministrativi, commerciali in genere, nonché l'assistenza tecnica e commerciale, la predisposizione di sistemi di controllo di gestione oltre che la prestazione, fornitura e gestione in via accentrata di servizi IT, programmi software e attrezzature hardware, in via prevalente per conto e/o a favore dei punti di vendita clienti e/o affiliati e/o società partecipate e/o aziende agricole fornitrici e/o altre società del gruppo e/o terzi;
- la promozione di manifestazioni pubblicitarie, di concorsi a premio in via strumentale o, comunque, nell'ambito delle attività rientranti nell'oggetto sociale di cui ai punti che precedono e, in ogni caso, nei limiti e con le forme consentite dalle disposizioni di legge applicabili;
- l'erogazione di servizi, anche consulenziali, nell'ambito di iniziative di sostenibilità ambientale, sociale e economica stabilite dalla "Agenda ONU 2030" e successive modifiche e integrazioni;
- la concessione a terzi con contratti di *franchising* o altre forme contrattuali ritenute più opportune dall'organo amministrativo dei propri marchi, denominazioni commerciali, insegne, disegni, *know-how*, brevetti, strutture

operative, conoscenze commerciali; può provvedere alla selezione e formazione del personale onde permettere di sviluppare una rete commerciale di vendita di beni di largo consumo e svolgere servizi e assistenza per il miglior sfruttamento di marchi, licenze e brevetti propri e/o di terzi;

- l'attività di somministrazione al pubblico di alimenti e bevande, di gestione diretta o in franchising o altra forma di *partnership* di centri di ristorazione e gastronomie anche aperti al pubblico e la produzione e distribuzione di pasti per terzi;

- l'attività di estetica e benessere in genere, la gestione di centri di riabilitazione fisica e palestre;

- la costituzione di e la partecipazione ad associazioni temporanee di imprese (ATI), raggruppamenti temporanei di imprese (RTI), associazioni temporanee di scopo (ATS), reti di impresa e similari, sia in Italia che all'estero;

- la costituzione di e la partecipazione a consorzi;

- l'importazione da Paesi extra UE di qualunque genere di merci e prodotti biologici, il ricevimento, lo stoccaggio, la conservazione, il magazzinaggio, il confezionamento, l'imballo, la movimentazione di merci e prodotti di qualunque genere, le lavorazioni accessorie e la distribuzione di qualsiasi prodotto, nonché la gestione di terminali intermodali diretta o a mezzo di organizzazioni specializzate, ivi incluso per il tramite di società controllate o partecipate;

- l'attività di fornitura di servizi per la prenotazione di soggiorni in strutture alberghiere, agrituristiche e similari che abbiano già adottato delle misure di sostenibilità nei limiti e con le forme consentite dalle disposizioni di legge applicabili;

- l'attività di organizzazione di manifestazioni commerciali e/o con finalità sportive, culturali, enogastronomiche e sociali destinate a promuovere l'attività della Società e/o dei prodotti e servizi dalla stessa commercializzati.

La Società può fornire servizi per la gestione di punti di promozione e vendita a favore o per conto di operatori del settore dell'alimentazione biologica e del prodotto naturale.

La Società può esercitare attività editoriale.

3.2 La Società può assumere e concedere agenzie, commissioni, rappresentanze, con o senza deposito e mandati; acquistare, utilizzare e trasferire brevetti e altre opere dell'ingegno umano; compiere ricerche di mercato, concedere ed ottenere licenze di sfruttamento commerciale nonché compiere tutte le operazioni commerciali (anche di *import-export*), finanziarie, mobiliari e immobiliari, necessarie o utili per il raggiungimento degli scopi sociali; contrarre mutui anche ipotecari e prestare garanzie anche pignoratizie, stipulare contratti di locazione finanziaria passivi, nonché in genere qualsiasi operazione necessaria od utile per conseguire gli scopi sociali.

3.3 La Società può, altresì, assumere, solo a scopo di stabile investimento e non di collocamento, interessenze e partecipazioni in altre società o imprese di qualunque natura aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio, salvo i limiti stabiliti dalla legge. Può, inoltre, concedere avalli, fideiussioni, finanziamenti a società partecipate in genere e/o a società controllanti e/o a società partecipate da una stessa controllante; nonché contrarre, a favore di

terzi, obbligazioni cambiarie e dirette di ogni natura e comunque prestare garanzie in genere anche ipotecarie e reali, purché si tratti di operazioni connesse all'oggetto ed ai fini che essa si propone di conseguire. È comunque fatto divieto di esercitare attività professionali riservate o riconducibili alla qualifica di intermediario finanziario di cui all'art. 106 D. Lgs. n. 385/1993.

3.4. In aggiunta a quanto precede, la Società - in qualità di "*Società Benefit*" ai sensi della legge n. 208 del 28 dicembre 2015 articolo unico, commi 376-384, e eventuali successive modifiche e integrazioni – intende perseguire nell'esercizio della propria attività economica una o più finalità di beneficio comune e operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse.

Nel perseguire tali finalità di rilievo sociale, il principio guida della Società, nello svolgimento della propria attività, è la creazione di valore per tutti gli altri attori coinvolti nell'ecosistema di cui la Società fa parte, dall'agricoltore al consumatore, attraverso un processo di miglioramento continuo.

In particolare, la Società persegue finalità specifiche di beneficio comune nelle seguenti aree:

(i) formazione di tutte le risorse umane coinvolte nell'ecosistema, promozione di progetti sociali e attività culturali ed artistiche, incentivazione dell'agricoltura sostenibile e della distribuzione di prodotti biologici e biodinamici, nella prospettiva di:

- contribuire alla creazione di un ecosistema sicuro, trasparente e solidale, dalla coltivazione in campo alla tavola per il tramite di un costante flusso informativo e di controllo tanto a favore dei produttori quanto dei consumatori, nell'un caso attraverso una assistenza tecnica e un supporto consulenziale e culturale e costanti verifiche sia in campo, sia all'arrivo della merce, sia sui prodotti confezionati a magazzino; nell'altro caso fornendo ai consumatori risposte e approfondimenti sui temi dell'alimentazione biologica e della salute;
- contribuire allo sviluppo e all'analisi della sostenibilità dell'ecosistema attraverso la ricerca e il trasferimento di conoscenza, incentivando e promuovendo per tutti i componenti dell'ecosistema lo scambio reciproco di conoscenze, competenze e informazioni, quali a titolo esemplificativo con i singoli fornitori in merito alle varietà più idonee per le singole aree geografiche, alle metodologie più utili da applicare ad un minor impatto ambientale, nell'obiettivo comune di fornire prodotti sinonimo di sicurezza alimentare e di qualità;
- sostenere e divulgare le ragioni di un'agricoltura consapevole e sostenibile volta a preservare e migliorare la qualità e la sostenibilità di prodotti biologici e biodinamici a livello globale;

(ii) aspirazione alla felicità e qualità della vita, nella prospettiva di:

- accogliere i principi e la cultura della sostenibilità economica, sociale e ambientale, nonché il loro legame intrinseco con l'aspirazione alla felicità che è propria di ogni persona;
- favorire e sostenere l'agricoltura biologica e biodinamica incentivando il consumo di prodotti biologici favorendo una sana alimentazione creando così un impatto positivo su persone e ambiente;
- promuovere la cultura della terra e di un'economia che contribuisca

allo sviluppo dell'intera comunità sociale, creando le condizioni di un'equa e rispettosa relazione fra gli individui;
- sostenere progetti sociali nell'ambito dell'agricoltura biodinamica e della pedagogia steineriana;
- partecipare al dibattito internazionale sui temi dell'aspirazione alla felicità, del benessere, della salute e del miglioramento della qualità di vita, prevalentemente ma non esclusivamente nelle aree dei prodotti biologici e biodinamici;
- favorire *partnership* per promuovere la sostenibilità agricola e la sensibilità internazionale in merito.
(iii) tutela dell'ambiente e della sostenibilità, nella prospettiva di:
- considerare prodotti, fornitori e sistemi secondo criteri coerenti con i principi della sostenibilità e dell'economia circolare a beneficio del pianeta;
- migliorare l'efficienza energetica e il consumo di risorse al fine di una progressiva riduzione di emissioni;
- promuovere il rispetto dell'ambiente come principio fondamentale dell'agricoltura biologica e biodinamica lungo tutta la catena del valore.

Articolo 4

4.1 La durata della Società è fissata sino al 31 (trentuno) dicembre 2050 (duemila cinquanta) e potrà essere prorogata una o più volte o anticipatamente sciolta con deliberazione dell'assemblea dei soci.

DEFINIZIONI

Articolo 4-*bis*

4-*bis*.1 In aggiunta ad ogni altra definizione contenuta nel presente Statuto, i termini e le espressioni di seguito elencati avranno il significato in appresso precisato per ciascuno di essi:

- "**Advisor Finanziario**" indica KPMG ovvero, qualora, al momento della nomina in qualità di Advisor Finanziario, KPMG dovesse essere il revisore legale della Società o di altra società del Gruppo EcorNaturaSì, ovvero ancora qualora KPMG non accetti l'incarico, non sia indipendente dai soci in relazione all'incarico che è chiamata a svolgere ai sensi del presente Statuto o non intenda svolgere o completare il servizio richiesto ai sensi del presente Statuto, il diverso *advisor* finanziario (indipendente dai soci in relazione a cui deve essere svolto il servizio ai sensi del presente Statuto) di primario *standing* nominato, su istanza della parte più diligente, dal presidente del Tribunale di Milano.
- "**Ariele Holding**" indica Ariele Holding S.p.A., con sede legale in Conegliano (TV), via Manzana 22, C.F. e iscrizione presso il Registro delle Imprese di Treviso – Belluno n. 03602070264.
- "**Azioni**" indica le azioni (ordinarie e di qualsiasi categoria) in cui è di tempo in tempo suddiviso il capitale della Società, ovvero: (a) qualsivoglia altro strumento finanziario o azione rappresentativi del capitale sociale della Società risultante a esito di operazioni sul capitale della Società (incluse fusioni, scissioni e trasformazioni); (b) obbligazioni o altri strumenti finanziari convertibili in azioni della Società; e/o (c) qualsivoglia altro diritto (inclusi diritti di opzione e *warrant*) che diano diritto ad acquistare o sottoscrivere, o che siano comunque convertibili in, azioni ovvero strumenti finanziari od obbligazioni convertibili in azioni della Società.
- "**Azionista A**" indica ciascun socio titolare di Azioni di Categoria A.
- "**Azionista F**" indica ciascun socio titolare di Azioni di Categoria F.

- "**Azioni di Categoria con Diritto di Voto**" indica, a seconda del caso, le Azioni di Categoria A, le Azioni di Categoria B, le Azioni di Categoria C, le Azioni di Categoria E e/o le Azioni di Categoria F.
- "**Controllo**" (e relative declinazioni) ha il significato di cui all'art. 2359, co. 1, n. 1, c.c..
- "**Data di Decorrenza**" indica il 12 giugno 2020.
- "**EcoRe**" indica la società denominata Ecore S.p.A., contraddistinta da C.F. 05164720269.
- "**Fair Market Value**" indica convenzionalmente il valore di liquidazione delle Azioni della Società (di cui, ai sensi del presente Statuto, deve essere calcolato il Fair Market Value) determinato secondo i criteri stabiliti dall'articolo 2437-*ter*, co. 2, del Codice Civile.
- "**FBP**" indica la Signora Francesca Bortolotto Possati, nata a Venezia, il 24 gennaio 1952, passaporto n. YA0194829.
- "**Fondazione**" indica la Libera Fondazione Antroposofica Rudolf Steiner, con sede in Conegliano (TV), via Manzana 22, C.F. 03264760269.
- "**Giorno Lavorativo**" indica qualsiasi giorno che non sia festivo, diverso dal sabato e dalla domenica, in cui le banche siano autorizzate a essere aperte al pubblico per l'esercizio della loro normale attività nella piazza di Milano e di Verona.
- "**Gravami**" indica qualunque pegno, usufrutto, diritto reale di garanzia e/o di godimento, sequestro, pignoramento, privilegio, vincolo o diritto di o a favore di un terzo soggetto.
- "**Gravami Consentiti**" indica i pegni costituiti sulle Azioni di Categoria A e sulle Azioni di Categoria B al 29 giugno 2021, così come meglio descritti nel libro soci della Società.
- "**Gruppo EcorNaturaSì**" indica la Società e le Società Controllate.
- "**Legge**" indica qualsiasi legge, decreto, regolamento, direttiva, ordine, decisione, disposizione, italiani, europei o stranieri, emessi da qualsivoglia autorità legislativa, governativa o amministrativa competente.
- "**Materie Assembleari Rilevanti**" indica le modifiche dello statuto o dell'atto costitutivo (esclusi gli aumenti di capitale sociale), fatta eccezione per le modifiche necessarie ai sensi di legge e per le modifiche che costituiscono Materie Assembleari Riservate.
- "**Materie Assembleari Riservate**" indica una qualsiasi delle seguenti materie:

(a) emissioni di strumenti finanziari partecipativi;

(b) aumenti di capitale senza esclusione del diritto di opzione che non siano deliberati al Fair Market Value;

(c) aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, co. 4 e 5, c.c., ivi inclusi per chiarezza gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, co. 4 e 5, c.c. ancorché deliberati al Fair Market Value, ed emissione di obbligazioni convertibili in azioni e/o di altri strumenti finanziari convertibili in azioni;

(d) fusioni (diverse da quelle di cui agli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c.), scissioni e trasformazioni;

(e) scioglimento anticipato, messa in liquidazione volontaria e revoca della liquidazione volontaria;

(f) richiesta di ammissione a quotazione delle azioni di EcorNaturaSì;

(g) trasferimento della sede legale all'estero.

- "**Materie Consiliari Rilevanti**" indica una qualsiasi delle seguenti materie:
(a) approvazione o modifica del *budget* e del *business plan*;
(b) la concessione di garanzie qualora il loro ammontare, per singola garanzia prestata, sia pari o superiore a Euro 300.000, ad esclusione delle garanzie commerciali rilasciate nell'ambito di operazioni riguardanti i punti vendita (o, se del caso, società che gestiscono punti vendita) e operazioni di acquisto a qualsiasi titolo di materie prime e beni utilizzati dalle società del Gruppo EcorNaturaSì nell'ordinaria amministrazione;
(c) emissione di titoli obbligazionari o altri titoli di debito;
(d) l'esercizio del diritto di voto da parte della Società nelle assemblee delle Società Controllate aventi a oggetto una Materia Assembleare Rilevante e il conferimento di deleghe e istruzioni di voto al relativo delegato della Società;
(e) autorizzazioni, istruzioni e direttive agli amministratori delle Società Controllate in relazione a: (i) l'esercizio del diritto di voto da parte della relativa Società Controllata nelle assemblee delle società da essa Controllate aventi a oggetto una Materia Assembleare Rilevante; e (ii) delibere, decisioni o atti della Società Controllata riguardanti Materie Consiliari Rilevanti.
- "**Materie Consiliari Riservate**" indica una qualsiasi delle seguenti materie:
(a) investimenti e disinvestimenti (ivi inclusi, a titolo esemplificativo e non tassativo, l'acquisto, a qualsiasi titolo, o la vendita e qualunque atto dispositivo di aziende o rami di aziende, di beni immobili e di partecipazioni in altre società e la sottoscrizione di contratti di affitto di azienda o rami d'azienda), purché di ammontare singolo per ciascuna operazione o serie di operazioni connesse pari o superiore a Euro 1.500.000,00 (unmilionecinquecentomila/00) (la "**Soglia Investimenti**"), restando inteso che:
(i) con riferimento alla sottoscrizione di contratti di affitto d'azienda o rami d'azienda, l'ammontare del relativo investimento (al fine di verificare il superamento, o meno, della Soglia Investimenti) si considererà pari al canone di affitto complessivo per l'intera durata del contratto di affitto; e
(ii) con riferimento all'acquisto o alla vendita di partecipazioni di maggioranza in altre società, ovvero con riferimento all'acquisto o alla vendita di aziende o rami d'azienda, l'ammontare del relativo investimento (al fine di verificare il superamento, o meno, della Soglia Investimenti) si considererà pari all'*enterprise value* della società, dell'azienda ovvero del ramo d'azienda *target*.
(b) proposte all'assemblea su Materie Assembleari Riservate;
(c) operazioni con Parti Correlate, restando espressamente inteso che non saranno considerate Materie Consiliari Riservate le operazioni di seguito descritte purché concluse a termini e condizioni di mercato: (A) le operazioni aventi a oggetto la fornitura, l'acquisto, la vendita e la distribuzione di materie prime e in generale di prodotti destinati alla vendita negli esercizi commerciali di EcorNaturaSì e/o delle società direttamente o indirettamente partecipate da EcorNaturaSì, nonché comunque negli esercizi commerciali a insegna "NaturaSì" e "Cuorebio"; (2) la prestazione di servizi in favore delle società direttamente e/o indirettamente partecipate da EcorNaturaSì, nonché comunque a favore dei punti vendita a insegna "NaturaSì" e "Cuorebio" (*e.g.* servizi amministrativi, servizi connessi alla

tenuta della contabilità, gestione paghe, negoziazione dei termini e delle condizioni dei servizi e dei finanziamenti bancari, assistenza nella gestione dei rapporti con la pubblica amministrazione, ecc.); (3) la prestazione di servizi connessi all'apertura, alla ristrutturazione e/o alla chiusura dei punti vendita (*e.g.* progettazione del *layout*, negoziazione dei contratti di locazione/affitto, traslochi); (4) le attività connesse a promozioni e/o iniziative commerciali da porre in essere nei punti vendita delle società direttamente e/o indirettamente partecipate da EcorNaturaSì, nonché comunque nei punti vendita a insegna "NaturaSì" e "Cuorebio";

(d) l'esercizio del diritto di voto da parte della Società nelle assemblee delle Società Controllate aventi a oggetto una Materia Assembleare Riservata e il conferimento di deleghe e istruzioni di voto al relativo delegato della Società;

(e) autorizzazioni, istruzioni e direttive agli amministratori delle Società Controllate in relazione a: (i) l'esercizio del diritto di voto da parte della relativa Società Controllata nelle assemblee delle società da essa Controllate aventi a oggetto una Materia Assembleare Riservata; e (ii) delibere, decisioni o atti della Società Controllata riguardanti Materie Consiliari Riservate.

- "**Parti Correlate**" indica: (i) i soggetti qualificati come tali nell'Allegato 1 del Regolamento "Operazioni con Parti Correlate" adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come di tempo in tempo integrato e modificato, (ii) le persone fisiche legate agli amministratori e/o ai sindaci di EcorNaturaSì da parentela e/o affinità entro il secondo grado ovvero (iii) società partecipate direttamente o indirettamente dai soci di EcorNaturaSì o da loro soci, da dipendenti di EcorNaturaSì, dagli amministratori e/o dai sindaci di EcorNaturaSì, ovvero da loro parenti in linea retta entro il secondo grado (restando in ogni caso inteso che non costituiranno Parti Correlate ai fini del presente Statuto: (a) per EcorNaturaSì, le Società Controllate purché Controllate direttamente o indirettamente al 100% dalla Società; e (b) per le Società Controllate direttamente o indirettamente al 100% da EcorNaturaSì, la stessa EcorNaturaSì e le altre Società Controllate direttamente o indirettamente al 100% da EcorNaturaSì).
- "**Società Controllate**" indica le società o le persone giuridiche che siano di volta in volta, direttamente o indirettamente, Controllate dalla Società.
- "**Socio E**" indica ciascun socio titolare di Azioni di Categoria E.
- "**Socio di Maggioranza**" indica il socio titolare della maggioranza delle Azioni di Categoria A.
- "**Trasferimento**" di azioni, quote, partecipazioni o strumenti finanziari di qualsiasi genere e "**Trasferire**" azioni, quote, partecipazioni o strumenti finanziari di qualsiasi genere (e relative declinazioni) indicano ogni ipotesi in cui, direttamente e/o indirettamente, la proprietà, la nuda proprietà, la titolarità, la detenzione, il possesso o il godimento di qualsiasi azione, quota, partecipazione, strumento finanziario o diritto derivante da o su tale azione, quota, partecipazione o strumento finanziario (ivi inclusi, senza limitazione, i diritti di opzione) sia trasferito, in tutto o in parte, *inter vivos*, per qualsiasi ragione, a titolo oneroso o gratuito, per successione particolare o universale e a qualunque altro titolo, ivi incluso, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, ogni trasferimento a titolo di vendita, permuta, dazione in pagamento, riporto, contratto di acquisto a termine,

swap, prestito, donazione, fusione, scissione, scioglimento, conferimento, cessione o affitto di azienda o di un ramo di essa, vendita in blocco, *cessio bonorum*, costituzione o trasferimento di diritti reali di godimento (quale l'usufrutto) o altra operazione o serie di operazioni che abbia l'effetto, direttamente e/o indirettamente, di trasferire o far acquisire, in qualsiasi misura, anche se transitoriamente, la proprietà, la nuda proprietà, la titolarità, la detenzione, il possesso o il godimento di qualsiasi azione, quota, partecipazione o strumento finanziario di qualsiasi genere (ivi inclusi la costituzione o il trasferimento di diritti reali di godimento) o diritto derivante da o su tale azione, quota, partecipazione o strumento finanziario di qualsiasi genere.

CAPITALE - AZIONI - FINANZIAMENTI

Articolo 5

5.1 Il capitale sociale è determinato in Euro 2.000.000,00 (duemilioniventicinquemilanovecentotrentadue/00) suddiviso in n. 1.901.614 Azioni senza indicazione del valore nominale, di cui:

- n. 855.011 azioni speciali di categoria A, costituenti una categoria speciale ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2348 c.c. (le "**Azioni di Categoria A**");
- n. 283.642 azioni speciali di categoria B, costituenti una categoria speciale ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2348 c.c. (le "**Azioni di Categoria B**");
- n. 107.041 azioni speciali di categoria C, costituenti una categoria speciale ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2348 c.c. (le "**Azioni di Categoria C**");
- n. 437.005 azioni speciali di categoria D, costituenti una categoria speciale ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2348 c.c. (le "**Azioni di Categoria D**");
- n. 109.060 azioni speciali di categoria E, costituenti una categoria speciale ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2348 c.c. (le "**Azioni di Categoria E**");
- n. 76.486 azioni speciali di categoria F, costituenti una categoria speciale ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2348 c.c. (le "**Azioni di Categoria F**");
- n. 33.369 azioni ordinarie.

Con deliberazione dell'assemblea straordinaria in data 29 giugno 2021 la società ha aumentato a pagamento il capitale sociale di nominali Euro 25.932,00 con sovrapprezzo di euro 2.898.938,00 mediante conferimento della partecipazione nella società "PORTANATURA SRL", da offrire con esclusione del diritto di opzione di cui all'articolo 2441, comma 4, c.c. al terzo estraneo alla compagine sociale DEAN Thomas William. meglio descritte nella valutazione predisposta ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, c.c., con emissione di n. 14.794 azioni ordinarie e n. 9.862 azioni di categoria D, senza valore nominale.

5.2 Possono essere create, in conformità alla legge e al presente Statuto, ulteriori categorie di Azioni fornite di diritti diversi rispetto a quelle esistenti (anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite), determinandone il contenuto con la deliberazione di emissione.

5.3 La Società potrà altresì emettere strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni convertibili e non convertibili nei limiti e con le modalità previste dalla legge e dal presente Statuto. L'assemblea, con apposita delibera adottata in sede straordinaria, potrà attribuire all'organo amministrativo la facoltà di emettere in una o più volte obbligazioni convertibili.

Articolo 6

6.1 Le Azioni sono indivisibili e rappresentate da titoli nominativi. La Società

può comunque adottare le diverse tecniche di rappresentazione, legittimazione e circolazione previste dalla normativa *pro tempore* vigente, ivi inclusa la sottoposizione al regime di dematerializzazione e l'immissione nel sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari ai sensi della normativa e dei regolamenti applicabili.

6.2 Le Azioni attribuiscono ai relativi proprietari gli stessi diritti, salvo per quanto diversamente stabilito dal presente Statuto.

6.3 In aggiunta agli, e senza pregiudizio per gli, ulteriori diritti e obblighi previsti in altre clausole del presente Statuto:

- tutte le Azioni (ordinarie o di qualsiasi categoria) danno diritto a un voto ciascuna, fatta eccezione per le Azioni di Categoria D, che sono senza diritto di voto, sia in assemblea ordinaria sia in assemblea straordinaria, e, pertanto, ai sensi dell'art. 2351, co. 2, c.c., il loro valore non può complessivamente superare la metà del capitale sociale. Inoltre, al fine di evitare ogni dubbio, ai titolari delle Azioni di Categoria D non spettano neppure tutti quei diritti amministrativi riconosciuti ai soci in funzione dell'esercizio del diritto di voto (ad esempio, il diritto di intervento all'assemblea, il diritto di impugnazione delle delibere assembleari, ecc.);
- tutte le Azioni (ordinarie e di qualsiasi categoria) attribuiscono i medesimi diritti patrimoniali;
- le Azioni di Categoria A attribuiscono ai relativi titolari i seguenti diritti di *governance*: (a) il diritto di designare 7 (sette) amministratori (tra cui dovranno essere selezionati il presidente del consiglio di amministrazione e l'/gli amministratore/i delegato/i); (b) il diritto di designare 1 (uno) sindaco effettivo (con funzioni di presidente del collegio sindacale) e 1 (uno) sindaco supplente;
- le Azioni di Categoria B attribuiscono ai relativi titolari i seguenti diritti di *governance*: (a) il diritto di designare 2 (due) amministratori; (b) il diritto di designare 1 (uno) sindaco effettivo e 1 (uno) sindaco supplente; (c) il diritto a che le Materie Assembleari Riservate e le Materie Consiliari Riservate non vengano approvate senza il voto favorevole, a seconda del caso, anche della maggioranza delle Azioni di Categoria B o di tutti gli amministratori designati dai soci titolari delle Azioni di Categoria B.
- le Azioni di Categoria C attribuiscono ai relativi titolari i seguenti diritti di *governance*: (a) il diritto di designare 1 (uno) amministratore; (b) il diritto di designare 1 (uno) sindaco effettivo; (c) il diritto a che le Materie Assembleari Riservate e le Materie Consiliari Riservate non vengano approvate senza il voto favorevole, a seconda del caso, anche della maggioranza delle Azioni di Categoria C o da tutti gli amministratori designati dai soci titolari delle Azioni di Categoria C;
- le Azioni di Categoria B e le Azioni di Categoria C attribuiscono altresì ai rispettivi titolari il diritto di *governance* a che le Materie Assembleari Rilevanti e le Materie Consiliari Rilevanti non vengano approvate senza il voto favorevole (veto), a seconda del caso, almeno della maggioranza delle Azioni di Categoria B ovvero della maggioranza delle Azioni di Categoria C o di almeno un amministratore designato dai soci titolari di Azioni di Categoria B ovvero dai soci titolari di Azioni di Categoria C;
- le Azioni di Categoria E attribuiscono ai rispettivi titolari il diritto di *governance* di designare 1 (uno) amministratore;
- le Azioni di Categoria F attribuiscono ai rispettivi titolari il diritto di

governance di designare 1 (uno) amministratore;

- le Azioni di Categoria D possedute da un socio al contempo titolare di Azioni di Categoria con Diritto di Voto si convertiranno automaticamente in Azioni di Categoria con Diritto di Voto della medesima categoria già detenuta dal socio anzidetto in ragione di un rapporto di conversione di 1:1, secondo quanto meglio precisato al Paragrafo 13.6.

6.3-*bis* Anche in deroga a quanto sopra, qualora, per qualsiasi ragione (e, quindi, anche per effetto di conversione automatica ai sensi del Paragrafo 6.4) le Azioni di Categoria B, le Azioni di Categoria C, le Azioni di Categoria E oppure le Azioni di Categoria F (a seconda del caso) dovessero essere rappresentative di una percentuale delle Azioni (di qualsiasi categoria) con diritto di voto inferiore al 5% del numero complessivo di Azioni (di qualsiasi categoria) con diritto di voto, le Azioni di Categoria con Diritto di Voto che siano così venute a rappresentare una percentuale di diritti di voto inferiore al 5% rispetto alla totalità dei diritti di voto si convertiranno automaticamente in Azioni ordinarie in ragione di un rapporto di conversione di 1:1 e, conseguentemente, perderanno automaticamente i diritti di *governance* a esse rispettivamente attribuiti, ivi inclusi, in via esemplificativa e a seconda del caso, il diritto di designare uno o più amministratori e/o uno o più componenti del collegio sindacale in conformità alle previsioni del presente Statuto e i diritti di cui ai Paragrafi 25.1, 25.3, 28.1(b) e 28.1(c). Fermo quanto precede, ai fini del calcolo del raggiungimento o superamento della soglia del 5% di cui al presente Paragrafo 6.3-*bis* da parte dei soci titolari di Azioni di Categoria C, alla percentuale di Azioni di Categoria C dovrà sommarsi la percentuale di Azioni aventi diritto di voto (a prescindere dalla categoria di appartenenza) di volta in volta possedute da: (i) parenti e/o affini entro il 4° grado in linea collaterale e senza limiti in linea retta delle persone fisiche che detengono Azioni di Categoria C e/o partecipazioni dirette e/o indirette nei soci titolari di Azioni di Categoria C (i "**Parenti e Affini**"); e/o (ii) società controllate direttamente e/o indirettamente dai Parenti e Affini.

6.4 Nel caso in cui, ai sensi e nei limiti di cui al presente Statuto, si verifichi:

(a) un Trasferimento in favore di un socio titolare di Azioni di Categoria con Diritto di Voto appartenenti alla medesima categoria di Azioni di Categoria con Diritto di Voto di cui il socio Trasferitario è già titolare al momento del Trasferimento, le Azioni di Categoria con Diritto di Voto così Trasferite rimarranno Azioni di Categoria con Diritto di Voto della medesima categoria senza che operi alcuna conversione;

(b) un Trasferimento in favore di un socio titolare di Azioni di Categoria con Diritto di Voto appartenenti a una categoria di Azioni di Categoria con Diritto di Voto diversa da quella di cui il socio Trasferitario è già titolare al momento del Trasferimento, le Azioni di Categoria con Diritto di Voto così Trasferite si convertiranno automaticamente in Azioni di Categoria con Diritto di Voto della medesima categoria già detenuta dal socio Trasferitario in ragione di un rapporto di conversione di 1:1;

(c) un Trasferimento in favore di un terzo (non già socio della Società al momento del Trasferimento) di Azioni di Categoria con Diritto di Voto, le Azioni di Categoria con Diritto di Voto così Trasferite si convertiranno automaticamente in Azioni ordinarie, in ragione di un rapporto di conversione 1:1, salvo per i casi in cui tale Trasferimento rientri tra i

trasferimenti consentiti di cui al successivo Articolo 15, nel qual caso le Azioni di Categoria con Diritto di Voto così Trasferite rimarranno Azioni di Categoria con Diritto di Voto della medesima categoria;

(d) un Trasferimento di Azioni di Categoria con Diritto di Voto in favore di un socio titolare di Azioni ordinarie oppure in favore di un socio titolare unicamente di Azioni di Categoria D, le Azioni di Categoria con Diritto di Voto così Trasferite si convertiranno automaticamente in Azioni ordinarie, in ragione di un rapporto di conversione 1:1;

(e) un Trasferimento di Azioni ordinarie in favore di un socio titolare di Azioni di Categoria con Diritto di Voto, le Azioni ordinarie così Trasferite si convertiranno automaticamente in Azioni di Categoria con Diritto di Voto della medesima categoria già detenuta dal socio Trasferitario in ragione di un rapporto di conversione di 1:1.

Resta fermo che, anche in deroga a quanto sopra, in qualsiasi caso di Trasferimento (tanto a soci quanto a terzi) di Azioni di Categoria D, le Azioni di Categoria D così Trasferite rimarranno Azioni di Categoria D.

Le conversioni automatiche di cui al presente Paragrafo non costituiscono cause di recesso dalla Società.

6.5 In qualunque caso di conversione automatica delle Azioni previsto nel presente Statuto, il consiglio di amministrazione provvederà, senza necessità di alcun consenso da parte dei soci: (a) ad annotare la conversione nel libro soci, con eventuale cancellazione delle Azioni Trasferite e annullamento dei relativi certificati ed emissione delle Azioni della relativa categoria e dei relativi certificati; (b) a depositare presso il registro delle imprese, ai sensi dell'art. 2436, co. 6, c.c., il testo del presente Statuto aggiornato e, in particolare, il numero delle Azioni delle diverse categorie in cui è suddiviso il capitale sociale; e (c) a effettuare tutte le altre comunicazioni e dichiarazioni che si rendessero necessarie od opportune ai sensi di Legge.

6.6 La rappresentanza di Azioni in comproprietà è regolata ai sensi di Legge.

6.7 Ogniqualvolta le Azioni appartenenti a una determinata categoria non siano detenute da un unico socio, le decisioni inerenti l'esercizio dei diritti diversi riconosciuti a dette Azioni (come ad esempio il diritto alla designazione di uno o più componenti di un organo collegiale) saranno adottate direttamente in occasione dell'esercizio di detti diritti (ad esempio in occasione della celebrazione dell'assemblea di nomina dell'organo collegiale) ovvero, se ciò non risulta possibile o se ritenuto più opportuno, dall'assemblea speciale dei soci titolari di Azioni di tale determinata categoria, in ogni caso secondo le maggioranze previste dall'art. 2376, co. 2, c.c..

Articolo 7

7.1 Il capitale potrà essere aumentato a pagamento (mediante nuovi conferimenti in denaro, in natura, di crediti o di ogni altro elemento dell'attivo che fosse di volta in volta conferibile ai sensi di legge) o a titolo gratuito (mediante passaggio a capitale di riserve o altri fondi disponibili) in forza di deliberazione dell'assemblea straordinaria dei soci.

7.2 L'assemblea, con apposita delibera adottata in sede straordinaria, potrà attribuire all'organo amministrativo la facoltà di aumentare in una o più volte il capitale sociale fino a un ammontare determinato e per il periodo

massimo di 5 (cinque) anni dalla data della deliberazione, ai sensi dell'articolo 2443 c.c..

7.3 Fermo restando quanto previsto in relazione alle Materie Assembleari Riservate, le deliberazioni di aumento del capitale e di emissione di nuove azioni di qualunque specie non richiedono l'approvazione delle assemblee speciali di cui all'articolo 2376 c.c..

7.4 In qualsiasi caso di aumento di capitale a pagamento o gratuito, salvo che non sia diversamente previsto dalla relativa delibera assunta in conformità alla legge e al presente Statuto, le azioni assegnate a ciascun soggetto che sia già socio della Società al momento della relativa delibera di aumento di capitale (il "**Soggetto già Socio**"), saranno della medesima categoria di azioni di cui il Soggetto già Socio sia titolare al momento della relativa delibera di aumento di capitale. Resta inteso che, nell'ipotesi in cui il Soggetto già Socio risulti titolare, al momento della relativa delibera di aumento di capitale, di azioni di diverse categorie, le azioni assegnate al Soggetto già Socio saranno ripartite tra tali diverse categorie in misura proporzionale rispetto alle azioni di tali diverse categorie di cui il Soggetto già Socio risulti titolare al momento della relativa delibera di aumento di capitale. Pertanto, a mero titolo esemplificativo, nel caso in cui a un Soggetto già Socio titolare di n. 70 Azioni di Categoria A e di n. 30 Azioni di Categoria D vengano assegnate, a esito di un aumento di capitale a pagamento o gratuito, n. 100 Azioni della Società, tali n. 100 Azioni di nuova emissione saranno così ripartite: 70 Azioni di Categoria A e 30 Azioni di Categoria D.

Articolo 8

8.1 La Società potrà acquisire dai Soci versamenti e finanziamenti, a titolo oneroso o gratuito, con o senza obbligo di rimborso, nel rispetto delle normative vigenti, con particolare riferimento a quelle che regolano la raccolta del risparmio tra il pubblico.

TRASFERIMENTO DELLE AZIONI

Articolo 9

9.1 I Trasferimenti di Azioni sono soggetti alle previsioni e limitazioni descritte nel presente Statuto. Qualsiasi Trasferimento di Azioni effettuato in violazione delle previsioni di cui al presente Statuto non sarà efficace nei confronti della Società e dei soci e il relativo soggetto cessionario, fatto salvo ogni altri diritto o rimedio dei soci della Società, non avrà diritto a essere iscritto nel libro dei soci, non potrà esercitare, in relazione a tali Azioni, il diritto di voto e gli altri diritti amministrativi, nonché i diritti patrimoniali, né potrà alienare le Azioni con effetti verso la Società.

9.2 Il regime di circolazione delle Azioni è disciplinato dalla normativa *pro tempore* vigente.

Articolo 10

10.1 Fatti salvi i Trasferimenti di Azioni in esecuzione dell'Opzione Call ISA e dell'Opzione Put ISA, i trasferimenti consentiti di cui all'Articolo 15, i Trasferimenti a seguito del valido esercizio del Diritto di Trascinamento, nonché i Trasferimenti a seguito del valido esercizio del Diritto di Co-vendita e/o del Diritto di Co-vendita Indiretto, sino alla scadenza del Periodo di Esercizio Opzione Put ISA, le Azioni di Categoria E (così come le Azioni di Categoria D che fossero eventualmente di proprietà del socio titolare anche di Azioni di Categoria E) non potranno essere Trasferite, in tutto o in parte,

né a soci né a terzi.

Articolo 11

11.1 Ciascun socio (ciascuno, a seconda del caso, il "**Socio Cedente**"), nell'ipotesi in cui intenda a qualsiasi titolo Trasferire, in tutto o in parte, le proprie Azioni (le "**Azioni Offerte**") ad un soggetto (diverso da un Trasferitario Consentito) (il "**Potenziale Acquirente**"), dovrà darne preventiva comunicazione scritta via PEC agli altri soci (i "**Soci Beneficiari**"), con copia conoscenza al consiglio di amministrazione della Società: (a) specificando: (i) il numero delle Azioni Offerte; (b) le generalità del Potenziale Acquirente; (c) il corrispettivo offerto dal Potenziale Acquirente (complessivo e per Azione, restando inteso che il corrispettivo per Azione dovrà essere uguale per tutte le Azioni Offerte, indipendentemente dal fatto che le Azioni Offerte si compongano di Azioni di diverse categorie) (il "**Corrispettivo Rilevante**"), nonché le modalità di pagamento e tutte le altre condizioni del Trasferimento; e (ii) allegando copia dell'offerta vincolante ricevuta dal Potenziale Acquirente; (la "**Denuntiatio**"). Nel caso in cui il predetto corrispettivo non sia (in tutto o in parte) rappresentato da denaro (il "**Corrispettivo in Natura**") la Denuntiatio dovrà altresì contenere l'indicazione del *fair market value* in denaro corrispondente al Corrispettivo in Natura (l'"**Equivalente in Denaro**" che, unitamente, se del caso, alla porzione in denaro del corrispettivo offerto dal Potenziale Acquirente, costituisce ai fini del presente Statuto il Corrispettivo Rilevante).

11.2 I Soci Beneficiari (anche disgiuntamente l'uno dagli altri), facendo pervenire mediante PEC al Socio Cedente, a pena di decadenza nei 20 (venti) Giorni Lavorativi successivi alla ricezione della Denuntiatio, una lettera (la "**Comunicazione di Esercizio della Prelazione**") recante la propria intenzione di esercitare irrevocabilmente il Diritto di Prelazione, hanno il diritto di acquistare tutte (e non meno di tutte) le Azioni Offerte, a fronte del pagamento del Corrispettivo Rilevante (e alle medesime condizioni indicate nella Denuntiatio) (il "**Diritto di Prelazione**") (il/i Socio/i Beneficiario/i che abbia/no validamente esercitato il Diritto di Prelazione, il/i "**Socio/i Acquirente/i**").

11.3 Qualora il Corrispettivo Rilevante non fosse rappresentato (in tutto o in parte) da denaro e il Socio Acquirente non concordasse con l'ammontare dell'Equivalente in Denaro indicato nella Denuntiatio, il Socio Acquirente dovrà farne menzione nella Comunicazione di Esercizio della Prelazione. Nel caso in cui il Socio Acquirente, da un lato, e il Socio Cedente, dall'altro lato, non trovassero un accordo scritto circa l'ammontare dell'Equivalente in Denaro entro 5 (cinque) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Comunicazione di Esercizio della Prelazione, l'Equivalente in Denaro sarà determinato dall'Advisor Finanziario secondo quanto previsto al Paragrafo 11.7. Una volta che l'ammontare dell'Equivalente in Denaro sia stato definitivamente determinato congiuntamente dal Socio Acquirente e dal Socio Cedente oppure dall'Advisor Finanziario in conformità al par. 11.7 (a seconda del caso), il Diritto di Prelazione si intenderà automaticamente esercitato per un prezzo pari al Corrispettivo Rilevante costituito, in tutto o in parte (a seconda del caso), dall'Equivalente in Denaro così come definitivamente determinato.

11.4 I Soci Beneficiari si intenderanno decaduti dal Diritto di Prelazione nel caso in cui sia decorso il termine di 20 (venti) Giorni Lavorativi di cui al

Paragrafo 11.2 senza che sia stato esercitato il Diritto di Prelazione da nessuno di tali Soci Beneficiari, ovvero qualora il Diritto di Prelazione venga esercitato solo con riferimento a parte delle, e non a tutte le, Azioni Offerte. In tali ipotesi, ferme e impregiudicate le previsioni di cui all'art. 12, il Socio Cedente potrà Trasferire le Azioni Offerte al soggetto indicato nella Denuntiatio nei 4 (quattro) mesi successivi (o nel diverso maggior termine che fosse richiesto in caso di valido esercizio del Diritto di Co-vendita), a condizione che tale Trasferimento sia perfezionato con modalità, termini e condizioni non peggiorative (ivi incluso con riferimento al Corrispettivo Rilevante), per il Socio Cedente, rispetto a quelle indicate nella Denuntiatio. Sempre fermo e impregiudicato quanto previsto all'Articolo 12, nel caso in cui il predetto Trasferimento delle Azioni Offerte al Potenziale Acquirente non sia eseguito dal Socio Cedente entro il predetto termine di 4 (quattro) mesi (o nel diverso maggior termine che fosse richiesto in caso di valido esercizio del Diritto di Co-vendita), il Socio Cedente non potrà procedere a detto Trasferimento e la procedura di cui al presente Articolo 11 dovrà trovare nuovamente applicazione con riferimento a qualsivoglia successivo Trasferimento di Azioni da parte del Socio Cedente.

11.5 Qualora la Comunicazione di Esercizio della Prelazione sia validamente trasmessa dal Socio Acquirente, l'esecuzione del Trasferimento delle Azioni Offerte dovrà avvenire a fronte del pagamento del Corrispettivo Rilevante al Socio Cedente, nel rispetto delle seguenti previsioni: (a) il luogo (in ogni caso in Italia), la data e l'ora dell'esecuzione saranno scelti dal Socio Acquirente con un preavviso scritto di almeno 10 (dieci) Giorni Lavorativi, fermo restando che l'esecuzione del Trasferimento dovrà avvenire entro e non oltre 30 (trenta) Giorni Lavorativi dopo la data di trasmissione della Comunicazione di Esercizio della Prelazione al Socio Cedente (ovvero, se del caso, la data di determinazione definitiva dell'Equivalente in Denaro ai sensi del Paragrafo 11.7), fatti salvi i consensi o le autorizzazioni eventualmente richiesti dalle applicabili disposizioni di Legge; (b) il Socio Cedente Trasferirà al Socio Acquirente le Azioni Offerte libere da Gravami (fatti salvi i Gravami Consentiti), e rilascerà in favore del Socio Acquirente dichiarazioni e garanzie (e assumerà i corrispondenti obblighi di indennizzo) esclusivamente con riferimento alla proprietà e alla trasferibilità delle Azioni Offerte libere da Gravami, nonché a poteri, capacità e autorizzazioni per Trasferire le Azioni Offerte (sempre senza pregiudizio per i Gravami Consentiti); (c) il Socio Cedente e il Socio Acquirente eseguiranno e scambieranno qualsiasi documento necessario ai sensi di legge per dare esecuzione al Trasferimento della piena ed esclusiva proprietà delle Azioni Offerte (sempre fatti salvi i Gravami Consentiti); (d) il Socio Acquirente verserà integralmente il Corrispettivo Rilevante mediante bonifico bancario di fondi immediatamente disponibili, nonché pagherà tutte le spese (ivi comprese le spese notarili) e le imposte relative al Trasferimento (fatta eccezione, per chiarezza, per le imposte sul reddito che saranno esclusivamente a carico del Socio Cedente); e (e) a esito del Trasferimento delle Azioni Offerte, il Socio Acquirente comunicherà agli altri soci, con copia al consiglio di amministrazione della Società, il completamento del Trasferimento, confermando i termini e le condizioni di tale Trasferimento.

11.6 Tutte le attività e operazioni indicati al Paragrafo 11.5 sono da intendersi come un atto unico e inscindibile cosicché (salvo diverso accordo

scritto tra i soci coinvolti) in caso di mancanza anche di una sola di esse, su richiesta del socio che abbia interesse al compimento della singola attività od operazione rimasta inadempiuta o incompiuta, l'esecuzione del Trasferimento delle Azioni Offerte non potrà ritenersi realizzata; essendo inteso che, in tale ipotesi, salvo e impregiudicato ogni altro diritto derivante dal presente Statuto, i soci coinvolti coopereranno in buona fede per rimuovere gli effetti delle operazioni e attività compiute ai fini del mancato perfezionamento dell'esecuzione del Trasferimento delle Azioni Offerte.

11.7 Qualora il Socio Acquirente, da un lato, e il Socio Cedente, dall'altro lato, fossero in disaccordo circa l'ammontare dell'Equivalente in Denaro e gli stessi non trovassero un accordo entro il termine di cui al Paragrafo 11.3, la parte più diligente tra il Socio Cedente e il Socio Acquirente avrà il diritto, entro 5 (cinque) Giorni Lavorativi dallo spirare del predetto termine, di procedere alla nomina dell'Advisor Finanziario (in conformità alla relativa definizione di cui all'Articolo 4-*bis*) al fine della determinazione dell'effettivo ammontare dell'Equivalente in Denaro, restando inteso che:

(a) il Socio Acquirente e il Socio Cedente, ciascuno per quanto di rispettiva competenza, coopereranno e renderanno disponibili all'Advisor Finanziario tutte le informazioni e la documentazione ragionevolmente richieste per stabilire l'Equivalente in Denaro;

(b) l'Advisor Finanziario: (i) considererà esclusivamente le questioni con riguardo alle quali non sia già stato raggiunto un accordo tra il Socio Cedente e il Socio Acquirente e, con riguardo a tali questioni, dovrà mantenersi entro la forchetta di valori qualora espressa ed allocata dai medesimi; (ii) agirà secondo la migliore prassi di mercato e secondo adeguati e riconosciuti criteri e metodologie; e (iii) consentirà a ciascuna delle parti coinvolte di esporre in maniera completa le proprie ragioni;

(c) il Socio Cedente o il Socio Acquirente (a seconda di chi sia stata la parte più diligente che abbia proceduto a conferire incarico all'Advisor Finanziario in conformità a quanto sopra previsto) darà istruzioni all'Advisor Finanziario perché lo stesso invii ai medesimi la propria determinazione scritta e motivata dell'Equivalente in Denaro entro 20 (venti) Giorni Lavorativi dall'accettazione dell'incarico. La motivazione dovrà specificatamente includere tutte le questioni controverse sollevate dal Socio Acquirente e dal Socio Cedente;

(d) i costi e le spese relativi alle prestazioni rese dall'Advisor Finanziario saranno sostenuti dal Socio Cedente e dal Socio Acquirente per il 50% ciascuno, salvo che la determinazione dell'Advisor Finanziario confermi pienamente la posizione assunta da uno dei due soci (in tale caso i costi e le spese dell'Advisor Finanziario saranno sopportati interamente dall'altro socio);

(e) la decisione dell'Advisor Finanziario sarà definitiva e vincolante (salvo il caso di manifesta iniquità o erroneità) per il Socio Cedente e il Socio Acquirente ai sensi e per gli effetti dell'art. 1349, comma 1, c.c..

11.8 Al fine di evitare ogni dubbio, resta inteso che, qualora il Diritto di Prelazione venisse esercitato da due o più Soci Beneficiari (e, quindi, fossero due o più i Soci Acquirenti) le Azioni Offerte saranno Trasferite in conformità al presente Articolo 11 a tali Soci Acquirenti ripartendole tra di essi in proporzione alla rispettiva partecipazione al capitale sociale della Società, escludendo dal conteggio le Azioni Offerte e le azioni dei soci che

non abbiano esercitato il Diritto di Prelazione e del Socio Cedente.

11.9 Al fine di evitare ogni dubbio, resta inteso che, in caso di esercizio del Diritto di Prelazione da parte di un Socio Beneficiario, il Diritto di Co-vendita di cui al successivo Articolo 11 non potrà essere esercitato e, se esercitato, sarà privo di qualsivoglia effetto.

Articolo 12

12.1 Nel caso in cui un Azionista A (l'"**Azionista A Trasferente**") intenda Trasferire a un Soggetto (diverso dai propri Trasferitari Consentiti) (il "**Terzo Acquirente**") le proprie Azioni (sia con diritto di voto sia senza diritto di voto) della Società (la "**Partecipazione Oggetto di Trasferimento**") e non sia stato validamente esercitato da nessuno dei Soci Beneficiari il Diritto di Prelazione né il Socio di Maggioranza abbia esercitato il Diritto di Trascinamento (come *infra* definito), gli altri soci (anche disgiuntamente l'uno dall'altro) (ciascun socio che abbia validamente esercitato il Diritto di Co-vendita in conformità al presente art. 12, il "**Socio Co-venditore**") avranno diritto (il "**Diritto di Co-vendita**") di Trasferire e l'Azionista A Trasferente avrà l'obbligo di far sì che sia acquistata ai termini e alle condizioni di cui al presente art. 12:

(a) qualora, a esito del prospettato Trasferimento della Partecipazione Oggetto di Trasferimento, gli Azionisti A (congiuntamente considerati) mantengano comunque il Controllo della Società, una percentuale (ma non meno di tale percentuale) della partecipazione del Socio Co-venditore pari alla percentuale della partecipazione dell'Azionista A Trasferente rappresentante la Partecipazione Oggetto di Trasferimento rispetto all'intera partecipazione di detto Azionista A nella Società;

(b) l'intera partecipazione del Socio Co-venditore nella Società (composta, a fini di chiarezza, dalle Azioni con diritto di voto e, se detenute dal Socio Co-venditore, anche delle Azioni senza diritto di voto, di titolarità del Socio Co-venditore) qualora, in conseguenza del prospettato Trasferimento della Partecipazione Oggetto di Trasferimento, gli Azionisti A (congiuntamente considerati) cessino di detenere il Controllo della Società (la partecipazione di ciascun Socio Co-venditore oggetto del Diritto di Co-vendita ai sensi del Paragrafo 12.1(a) ovvero 12.1(b) (a seconda del caso), la "**Partecipazione di Co-vendita**");

in entrambi i casi, a fronte di un corrispettivo, inteso come corrispettivo per Azione, pari a quello contenuto nella Denuntiatio con riferimento alle Azioni della Società oggetto del prospettato Trasferimento da parte dell'Azionista A Trasferente (il "**Prezzo di Co-vendita**") e agli stessi termini e condizioni offerti dal Terzo Acquirente (ivi incluso in termini di dichiarazioni e garanzie e connessi obblighi di indennizzo) e applicati *pro quota* (e cioè in proporzione alle Partecipazioni di Co-vendita). Resta altresì inteso che: (i) nell'ipotesi di cui al Paragrafo 12.1(a), la Partecipazione di Co-vendita dovrà essere costituita, nella massima misura possibile, da un numero di Azioni con diritto di voto (di qualsiasi categoria) e senza diritto di voto calcolato proporzionalmente rispetto al numero di Azioni munite del diritto di voto e Azioni senza diritto di voto costituenti la Partecipazione Oggetto di Trasferimento (*i.e.*, a soli fini esemplificativi, qualora la Partecipazione Oggetto di Trasferimento sia costituita per il 70% da Azioni di Categoria A (munite del diritto di voto) e per il 30% da Azioni di Categoria D (senza diritto di voto), anche la Partecipazione di Co-vendita dovrà essere

costituita, nella massima misura possibile, per il 70% da Azioni con diritto di voto (di qualsiasi categoria) e per il 30% da Azioni senza diritto di voto); e (ii) in caso di Trasferimento eseguito ai sensi della lettera (b) che precede, il Trasferimento delle Azioni con diritto di voto e delle Azioni senza diritto di voto dovrà avvenire ai medesimi termini e condizioni (ivi incluso con riferimento al corrispettivo), senza differenziazione alcuna tra le singole categorie di Azioni.

12.2 Ai fini dell'esercizio del Diritto di Co-vendita, i Soci Co-venditori dovranno inviare una comunicazione scritta all'Azionista A Trasferente via PEC (la "**Comunicazione di Co-vendita**"), con copia al consiglio di amministrazione della Società, entro il termine decadenziale di 5 (cinque) Giorni Lavorativi successivi allo spirare del termine per l'esercizio del Diritto di Prelazione (*i.e.* il termine per l'invio della Comunicazione di Esercizio della Prelazione).

12.3 Qualora il Prezzo di Co-vendita non fosse rappresentato (in tutto o in parte) da denaro e il Socio Co-venditore non concordasse con l'Equivalente in Denaro indicato nella Denuntiatio, il Socio Co-venditore dovrà farne menzione nella Comunicazione di Co-vendita. Nel caso in cui il Socio Co-venditore, da un lato, e l'Azionista A Trasferente, dall'altro lato, non trovassero un accordo scritto circa l'ammontare dell'Equivalente in Denaro entro 5 (cinque) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Comunicazione di Co-vendita, l'Equivalente in Denaro sarà determinato dall'Advisor Finanziario secondo quanto previsto al Paragrafo 11.7 che troverà applicazione *mutatis mutandis*. Una volta che l'ammontare dell'Equivalente in Denaro sia stato definitivamente determinato congiuntamente dal Socio Co-venditore e dall'Azionista A Trasferente oppure dall'Advisor Finanziario in conformità al Paragrafo 11.7 (a seconda del caso), il Diritto di Co-vendita si intenderà automaticamente esercitato a fronte del Prezzo di Co-vendita costituito, in tutto o in parte (a seconda del caso), dall'Equivalente in Denaro così come definitivamente determinato.

12.4 Nel caso in cui nessun socio abbia inviato la Comunicazione di Co-vendita all'Azionista A Trasferente entro il termine di cui al Paragrafo 12.2, il Diritto di Co-vendita si intenderà irrevocabilmente rinunciato.

12.5 Qualora nessun socio abbia validamente esercitato il Diritto di Co-vendita ai sensi del Paragrafo 12.1, l'Azionista A Trasferente avrà diritto di Trasferire la Partecipazione Oggetto di Trasferimento al Terzo Acquirente a condizione che:

(a) il contratto di acquisizione definitivo relativo al Trasferimento della Partecipazione Oggetto di Trasferimento sia sottoscritto dall'Azionista A Trasferente e dal Terzo Acquirente entro 4 (quattro) mesi dal decorso del termine per l'invio della Comunicazione di Co-vendita;

(b) la Partecipazione Oggetto di Trasferimento sia Trasferita al Terzo Acquirente agli stessi termini ovvero a termini non più favorevoli (per l'Azionista A Trasferente) rispetto a quelli di cui alla Denuntiatio;

(c) una volta perfezionato il Trasferimento al Terzo Acquirente della Partecipazione Oggetto di Trasferimento, l'Azionista A Trasferente dia comunicazione agli altri soci, e in copia al consiglio di amministrazione della Società, il perfezionamento del Trasferimento, confermandone i relativi termini e condizioni.

12.6 Qualora il Diritto di Co-vendita sia esercitato da uno o più tra i Soci Co-

venditori e il Terzo Acquirente intenda acquistare tutte (e non meno di tutte) le relative Partecipazioni di Co-vendita, il perfezionamento del Trasferimento delle predette Partecipazioni di Co-vendita dovrà avvenire contestualmente al Trasferimento della Partecipazione Oggetto di Trasferimento e nello stesso luogo concordato dall'Azionista A Trasferente e dal Terzo Acquirente, fermo restando che, in ogni caso, i Soci Co-venditori dovranno:

(a) avere pieno, esclusivo e libero diritto di proprietà delle relative Partecipazioni di Co-vendita, libere da qualsiasi Gravame (fatti salvi i Gravami Consentiti), e dovranno avere pieno diritto, potere e legittimazione a Trasferire le relative Partecipazioni di Co-vendita;

(b) Trasferire la piena proprietà della Partecipazione di Co-vendita, in maniera idonea, ai sensi della Legge applicabile, a Trasferire al Terzo Acquirente la piena, esclusiva e libera proprietà delle relative Partecipazioni di Co-vendita (fatti salvi i Gravami Consentiti), e far sì che il Trasferimento di tali Partecipazioni di Co-vendita a favore del Terzo Acquirente sia debitamente iscritto nel libro soci della Società;

(c) sottoscrivere e scambiarsi con il Terzo Acquirente ogni atto e/o documento che si renderà necessario ai sensi della Legge applicabile al fine di Trasferire al Terzo Acquirente la piena, esclusiva e libera proprietà sulle relative Partecipazioni di Co-vendita (fatti salvi i Gravami Consentiti).

12.7 In caso di esercizio del Diritto di Co-vendita da parte di uno o più tra i Soci Co-venditori, qualora il Terzo Acquirente rifiuti di acquistare (in tutto o in parte) le Partecipazioni di Co-vendita ai sensi del presente Statuto, allora l'Azionista A Trasferente potrà, a sua scelta alternativamente:

(a) acquistare le Partecipazioni di Co-vendita agli stessi termini e condizioni a cui le Partecipazioni di Co-vendita sarebbero state Trasferite al Terzo Acquirente in conformità ai precedenti Paragrafi se lo stesso non avesse opposto il proprio rifiuto; ovvero

(b) ridurre proporzionalmente la Partecipazione Oggetto di Trasferimento in modo da consentire il Trasferimento al Terzo Acquirente delle Partecipazioni di Co-vendita ridotte nella medesima proporzione in cui viene ridotta la Partecipazione Oggetto di Trasferimento (in tal caso, il Diritto di Co-vendita si intenderà automaticamente ridotto ed esercitato solo per la parte delle Partecipazioni di Co-vendita risultanti dalla riduzione delle stesse nella medesima misura percentuale in cui è stata ridotta la Partecipazione Oggetto di Trasferimento), restando inteso che qualora gli Azionisti A (congiuntamente considerati), anche a seguito della riduzione della Partecipazione Oggetto di Trasferimento ai sensi della presente lett. (b), per effetto del prospettato Trasferimento al Terzo Acquirente, cessino di detenere il Controllo di EcorNaturaSì e i Soci Co-Venditori abbiano dunque diritto a vendere tutte le loro Azioni ai sensi della lettera (b) del Paragrafo 12.1, le Partecipazioni di Co-vendita non potranno essere in alcun modo ridotte e l'Azionista A Trasferente potrà a sua scelta: (i) esercitare una delle facoltà di cui alle lett. (a) o (c) del presente Paragrafo 12.7; ovvero (ii) ridurre esclusivamente la Partecipazione Oggetto di Trasferimento, in modo da consentire ai Soci Co-venditori di Trasferire tutte (e non meno di tutte) le proprie Azioni della Società; ovvero

(c) non Trasferire la Partecipazione Oggetto di Trasferimento al Terzo Acquirente, nel qual caso il Diritto di Co-vendita si intenderà come non

esercitato dai Soci Co-venditori.

12.8 Il Terzo Acquirente o, nel caso in cui l'Azionista A Trasferente acquisti le Partecipazioni di Co-vendita ai sensi del precedente Paragrafo 12.7, l'Azionista A Trasferente, sosterranno integralmente i costi inerenti al Trasferimento (ivi incluso il pagamento delle spese notarili e le altre imposte richieste dalla legge per il Trasferimento (fatta eccezione, per chiarezza, per le rispettive imposte sul reddito che saranno esclusivamente a carico del Socio Co-venditore)).

Articolo 13

13.1 Nel caso in cui la Fondazione, Ariele Holding o un Trasferitario Consentito che sia divenuto titolare del Controllo di Ariele Holding o di un Azionista A (la Fondazione, Ariele Holding o il predetto Trasferitario Consentito, a seconda del caso, il "**Socio di Riferimento**") intendano a qualsiasi titolo Trasferire, in tutto o in parte, a un soggetto (diverso dai propri Trasferitari Consentiti) (il "**Terzo Acquirente Indiretto**") una partecipazione in Ariele Holding ovvero in un Azionista A (a seconda del caso) e, a esito di tale prospettato Trasferimento al Terzo Acquirente Indiretto, la Fondazione cessi di essere titolare, direttamente o indirettamente, del Controllo di Ariele Holding o del predetto Azionista A (il "**Cambio di Controllo**"), troveranno applicazione le disposizioni del presente Articolo 13.

13.2 Ciascun Azionista A dovrà dare preventiva comunicazione scritta (la "**Denuntiatio Indiretta**") via PEC agli altri soci, con copia al consiglio di amministrazione della Società, del prospettato Trasferimento, specificando: (a) le generalità del Terzo Acquirente Indiretto; (b) il numero di Azioni della Società che, in trasparenza, corrisponde alla partecipazione che il Socio di Riferimento intende Trasferire al Terzo Acquirente Indiretto (le "**Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto**"); (c) il corrispettivo offerto dal Terzo Acquirente Indiretto, nonché le modalità di pagamento e tutte le altre condizioni del Trasferimento; (d) qualora alla partecipazione che il Socio di Riferimento intende Trasferire al Terzo Acquirente Indiretto facciano capo elementi valutativi (attivi e/o passivi) diversi dalle Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto, la porzione rilevante del predetto corrispettivo applicabile alle Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto (*i.e.* la porzione rilevante del predetto corrispettivo calcolata in trasparenza e senza considerare alcuno dei predetti elementi valutativi (attivi e/o passivi) diversi dalle Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto); (il corrispettivo di cui alla lett. (c) ovvero (d), a seconda del caso, il "**Corrispettivo Rilevante Indiretto**", il quale dovrà essere sempre indicato anche come corrispettivo per Azione Oggetto di Trasferimento Indiretto e restando inteso che il corrispettivo per Azione Oggetto di Trasferimento Indiretto dovrà essere uguale per tutte le Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto, indipendentemente dal fatto che le Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto si compongano sia di Azioni con diritto di voto (di qualsiasi categoria) sia di Azioni senza diritto di voto); e (e) l'offerta, sottoscritta da ciascun Azionista A soggetta a un termine di decadenza di 20 (venti) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Denuntiatio Indiretta – con la quale ciascun Azionista A offre a ciascuno degli altri soci diversi dagli Azionisti A di acquistare tutte (e non meno di tutte) le Azioni (indipendentemente dalla categoria di appartenenza) della Società di titolarità dello stesso Azionista A per un prezzo pari al Corrispettivo

Rilevante Indiretto (inteso come Corrispettivo Rilevante Indiretto per Azione) applicato *pro quota* (e cioè in proporzione al numero delle Azioni costituenti l'intera partecipazione del relativo Azionista A nella Società) (il "**Diritto di Prelazione Indiretto**"). Nel caso in cui il Corrispettivo Rilevante Indiretto non sia (in tutto o in parte) rappresentato da denaro (il "**Corrispettivo in Natura Indiretto**"), la Denuntiatio Indiretta dovrà altresì contenere l'indicazione del *fair market value* in denaro corrispondente al Corrispettivo in Natura Indiretto offerto dal Terzo Acquirente Indiretto (che, unitamente, se del caso, alla porzione in denaro del Corrispettivo Rilevante Indiretto, costituisce ai fini del presente Statuto il Corrispettivo Rilevante Indiretto).

13.3 Tramite comunicazione scritta inviata al Socio di Maggioranza e a tutti gli altri soci via PEC, con copia al consiglio di amministrazione della Società, entro il predetto termine decadenziale di 20 (venti) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Denuntiatio Indiretta, ciascuno degli altri soci diversi dagli Azionisti A (anche disgiuntamente l'uno dall'altro) potrà dichiarare di voler esercitare irrevocabilmente il Diritto di Prelazione Indiretto e conseguentemente acquistare tutte (e non meno di tutte) le Azioni di titolarità degli Azionisti A, a fronte del pagamento del Corrispettivo Rilevante Indiretto (inteso come Corrispettivo Rilevante Indiretto per Azione) e applicato *pro quota* (e cioè in proporzione al numero di Azioni degli Azionisti A). Con riferimento al Diritto di Prelazione Indiretto, troveranno altresì applicazione *mutatis mutandis* le previsioni di cui ai Paragrafi 11.3, 11.4, 11.5, 11.6, 11.7, 11.8 e 11.9.

13.4 Laddove nessuno tra i soci diversi dagli Azionisti A eserciti validamente il Diritto di Prelazione Indiretto, tramite comunicazione scritta inviata agli Azionisti A e a tutti gli altri soci via PEC, con copia al consiglio di amministrazione della Società, entro il termine decadenziale di 5 (cinque) Giorni Lavorativi dalla scadenza del termine per l'esercizio del Diritto di Prelazione Indiretto entro il termine che precede, ciascuno degli altri soci diversi dagli Azionisti A (diversi dagli Azionisti A) (anche disgiuntamente l'uno dall'altro) (ciascun socio che abbia validamente esercitato il Diritto di Co-vendita Indiretto in conformità al presente Articolo 13, il "**Socio Rilevante Indiretto**") avrà diritto di Trasferire, e gli Azionisti A avranno l'obbligo di far sì che siano acquistate, tutte (e non meno di tutte) le Azioni della Società di titolarità del Socio Rilevante Indiretto (la "**Partecipazione di Co-vendita Indiretta**"), a fronte di un corrispettivo, inteso come corrispettivo per Azione Oggetto di Trasferimento Indiretto, pari al Corrispettivo Rilevante Indiretto applicato *pro quota* (e cioè in proporzione al numero di Azioni costituenti la Partecipazione di Co-vendita Indiretta), e agli stessi termini e condizioni offerti dal Terzo Acquirente Indiretto (ivi incluso in termini di dichiarazioni e garanzie relative al Gruppo EcorNaturaSì e connessi obblighi di indennizzo) e applicati *pro quota* (e cioè in proporzione al numero di Azioni costituenti la Partecipazione di Co-vendita Indiretta) (il "**Diritto di Co-vendita Indiretto**").

13.5 Le disposizioni di cui ai Paragrafi da 12.2 a 12.8 si applicano, *mutatis mutandis*, anche al Diritto di Co-vendita Indiretto.

13.6 Nel caso in cui nessun socio diverso dagli Azionisti A eserciti il Diritto di Prelazione Indiretto:

(a) le Azioni di Categoria D eventualmente di proprietà di ciascun socio titolare al contempo di Azioni con diritto di voto (a prescindere dalla

categoria) si convertiranno automaticamente in Azioni di Categoria A, Azioni di Categoria B, in Azioni di Categoria C, Azioni di Categoria E, Azioni di Categoria F o Azioni ordinarie, a seconda del caso, al perfezionamento del Cambio di Controllo; e

(b) i soci titolari di Azioni di Categoria B, di Azioni di Categoria C, di Azioni di Categoria E o di Azioni di Categoria F (anche disgiuntamente l'uno dall'altro) avranno diritto di recedere, ai sensi degli articoli 2437 e seguenti c.c., mediante invio di apposita comunicazione scritta entro 30 giorni dal perfezionamento del Cambio di Controllo, restando inteso che il diritto di recesso potrà essere esercitato esclusivamente per tutte (e non meno di tutte) le rispettive Azioni.

Articolo 13-bis

13-bis.1 Nel caso in cui FBP o un Trasferitario Consentito che sia divenuto titolare del Controllo, diretto o indiretto, di un Azionista F (FBP o il predetto Trasferitario Consentito, a seconda del caso, il "**Socio di Riferimento FBP**") intendano a qualsiasi titolo Trasferire, in tutto o in parte, a un Soggetto (diverso dai propri Trasferitari Consentiti) (il "**Terzo Acquirente Indiretto FBP**") una partecipazione diretta o indiretta in un Azionista F e, a esito di tale prospettato Trasferimento al Terzo Acquirente Indiretto FBP, FBP cessi di essere titolare, direttamente o indirettamente, del Controllo di detto Azionista F (il "**Cambio di Controllo FBP**") troveranno applicazione le seguenti disposizioni del presente Articolo 13-bis.

13-bis.2 Ciascun Azionista F dovrà dare preventiva comunicazione scritta (la "**Denuntiatio Indiretta FBP**") via PEC ai soci titolari di Azioni di Categoria con Diritto di Voto, con copia al consiglio di amministrazione della Società, del prospettato Trasferimento, specificando: (a) le generalità del Terzo Acquirente Indiretto FBP; (b) il numero di Azioni della Società che, in trasparenza, corrisponde alla partecipazione che il Socio di Riferimento FBP intende Trasferire al Terzo Acquirente Indiretto FBP (le "**Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP**"); (c) il corrispettivo offerto dal Terzo Acquirente Indiretto FBP, nonché le modalità di pagamento e tutte le altre condizioni del Trasferimento; (d) qualora alla partecipazione che il Socio di Riferimento FBP intende Trasferire al Terzo Acquirente Indiretto FBP facciano capo elementi valutativi (attivi e/o passivi) diversi dalle Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP, la porzione rilevante del predetto corrispettivo applicabile alle Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP (*i.e.* la porzione rilevante del predetto corrispettivo calcolata in trasparenza e senza considerare alcuno dei predetti elementi valutativi (attivi e/o passivi) diversi dalle Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP); (il corrispettivo di cui alla lett. (c) ovvero (d), a seconda del caso, il "**Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP**", il quale dovrà essere sempre indicato anche come corrispettivo per Azione Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP e restando inteso che il corrispettivo per Azione Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP dovrà essere uguale per tutte le Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP, indipendentemente dal fatto che le Azioni Oggetto di Trasferimento Indiretto FBP si compongano sia di Azioni con diritto di voto sia di Azioni senza diritto di voto); e (e) l'offerta, sottoscritta da ciascun Azionista F – soggetta a un termine di decadenza di 20 (venti) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Denuntiatio Indiretta FBP – con la quale ciascun Azionista F offre ai soci titolari di Azioni di Categoria con

Diritto di Voto di acquistare tutte (e non meno di tutte) le Azioni (indipendentemente dalla categoria di appartenenza) della Società di titolarità di dello stesso Azionista F, per un prezzo pari al Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP (inteso come Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP per Azione) applicato *pro quota* (e cioè in proporzione al numero delle Azioni costituenti l'intera partecipazione del relativo Azionista F nella Società) (il "**Diritto di Prelazione Indiretto FBP**"). Nel caso in cui il Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP non sia (in tutto o in parte) rappresentato da denaro (il "**Corrispettivo in Natura Indiretto FBP**"), la Denuntiatio Indiretta FBP dovrà altresì contenere l'indicazione del *fair market value* in denaro corrispondente al Corrispettivo in Natura Indiretto FBP offerto dal Terzo Acquirente Indiretto FBP (che, unitamente, se del caso, alla porzione in denaro del Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP, costituisce ai fini del presente Statuto il Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP).

13-bis.3 Tramite comunicazione scritta inviata al Socio di Riferimento FBP e ai soci titolari di Azioni di Categoria con Diritto di Voto via PEC, con copia al consiglio di amministrazione della Società, entro il predetto termine decadenziale di 20 (venti) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Denuntiatio Indiretta FBP ciascun socio titolare di Azioni di Categoria con Diritto di Voto (anche disgiuntamente l'uno dall'altro) potrà dichiarare di voler esercitare irrevocabilmente il Diritto di Prelazione Indiretto FBP e conseguentemente acquistare tutte (e non meno di tutte) le Azioni di titolarità degli Azionisti F, a fronte del pagamento del Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP (inteso come Corrispettivo Rilevante Indiretto FBP per Azione) e applicato *pro quota* (e cioè in proporzione al numero di Azioni costituenti l'intera partecipazione del relativo Azionista F nella Società). Con riferimento al Diritto di Prelazione Indiretto FBP, troveranno altresì applicazione *mutatis mutandis* le previsioni di cui ai Paragrafi 11.3, 11.4, 11.5, 11.6, 11.7, 11.8 e 11.9.

Articolo 14

14.1 Qualora dovesse pervenire al Socio di Maggioranza un'offerta in buona fede avente a oggetto il 100% (e non meno del 100%) del capitale sociale della Società da parte di Soggetto diverso da un proprio Trasferitario Consentito (l'"**Acquirente Totalitario**") e lo stesso Socio di Maggioranza, a proprio insindacabile giudizio, intendesse accettare tale offerta e per l'effetto Trasferire la propria intera partecipazione nella Società (l'"**Intera Partecipazione Socio di Maggioranza**"), il Socio di Maggioranza avrà il diritto (il "**Diritto di Trascinamento**") di richiedere che tutti gli altri soci (i "**Soci Trascinati**") provvedano a Trasferire, e i Soci Trascinati dovranno in tal caso Trasferire, e si impegnano incondizionatamente e irrevocabilmente a Trasferire all'Acquirente Totalitario, l'intera partecipazione al tempo detenuta nella Società da ciascuno di essi (le "**Intere Partecipazioni Ulteriori**"), a un corrispettivo (inteso come corrispettivo per Azione) pari al corrispettivo per Azione previsto nella Comunicazione di Trascinamento (come *infra* definita) e agli stessi termini e condizioni del Trasferimento dell'Intera Partecipazione Socio di Maggioranza all'Acquirente Totalitario applicati *pro quota* (e cioè in proporzione alle Intere Partecipazioni Ulteriori), restando inteso che il Diritto di Trascinamento potrà essere validamente esercitato esclusivamente nel caso in cui il corrispettivo che:

(a) i Soci Trascinati (diversi dai soci titolari di Azioni di Categoria E) riceverebbero in esecuzione del Trasferimento all'Acquirente Totalitario sia almeno pari al Fair Market Value della rispettiva Intera Partecipazione Ulteriore; e (b) il socio titolare di Azioni di Categoria E (il "**Socio E**") riceverebbe in esecuzione del Trasferimento all'Acquirente Totalitario sia almeno pari al maggiore tra: (i) il Fair Market Value della rispettiva Intera Partecipazione Ulteriore; e (ii) il prezzo che spetterebbe al Socio E in caso di esercizio, da parte del Socio di Maggioranza, dell'Opzione Call ISA; (il "**Floor ISA**") (restando inteso, al fine di evitare ogni dubbio, che il Floor ISA sarà calcolato assumendo ai fini del presente Paragrafo 14.1 che l'Opzione Call ISA venga esercitata nel momento dell'invio della Comunicazione di Trascinamento ai sensi del Paragrafo 14.2).

14.2 Qualora il Socio di Maggioranza intenda esercitare il Diritto di Trascinamento, lo stesso Socio di Maggioranza dovrà dare comunicazione scritta via PEC di tale esercizio ai Soci Trascinati: (a) indicando il corrispettivo proposto dall'Acquirente Totalitario (sia come corrispettivo complessivo sia come corrispettivo per Azione), la data proposta per il Trasferimento (che non potrà cadere prima del 30° giorno successivo alla data di invio della Comunicazione di Trascinamento), gli altri termini e condizioni del proposto Trasferimento e l'identità dell'Acquirente Totalitario; e (b) accludendo copia dell'offerta vincolante ricevuta; (la "**Comunicazione di Trascinamento**"). Una copia della Comunicazione di Trascinamento dovrà essere inoltre inviata al consiglio di amministrazione della Società.

14.3 Nel caso in cui uno o più tra i soci diversi dal Socio E (i "**Soci Contestatori**") ritengano che dall'esercizio del Diritto di Trascinamento derivi l'obbligo per i medesimi di vendere le proprie Azioni a un prezzo inferiore al Fair Market Value della rispettiva Intera Partecipazione Ulteriore, ciascuno di detti Soci Contestatori potrà inviare via PEC, entro il termine decadenziale di 30 (trenta) giorni dal ricevimento della Comunicazione di Trascinamento, un'apposita contestazione scritta al Socio di Maggioranza e, per conoscenza, al consiglio di amministrazione della Società, contenente l'indicazione in buona fede di quello che, a parere dei Soci Contestatori, è il Fair Market Value delle rispettive Intere Partecipazioni Ulteriori. Nel corso dei 5 (cinque) Giorni Lavorativi successivi al ricevimento di tale comunicazione, il Socio di Maggioranza e i Soci Contestatori si incontreranno per cercare di risolvere in buona fede la contestazione e, nel caso in cui non riuscissero a trovare un accordo entro il predetto termine, ognuno di essi potrà richiedere che il Fair Market Value delle rispettive Intere Partecipazioni Ulteriori dei Soci Contestatori sia determinato dall'Advisor Finanziario. A tal fine troveranno applicazione, *mutatis mutandis*, le previsioni di cui al precedente Paragrafo 11.7.

14.4 Nel caso in cui il Socio E ritenga che dall'esercizio del Diritto di Trascinamento derivi l'obbligo per il medesimo di vendere le proprie Azioni a un prezzo inferiore al Floor ISA, il Socio E potrà inviare via PEC, entro il termine decadenziale di 30 (trenta) giorni dal ricevimento della Comunicazione di Trascinamento, un'apposita contestazione scritta al Socio di Maggioranza e, per conoscenza, al consiglio di amministrazione della Società, contenente l'indicazione in buona fede di quello che, a parere del Socio E, è il Floor ISA. Nel corso dei 5 (cinque) Giorni Lavorativi successivi al ricevimento di tale comunicazione, il Socio di Maggioranza e il Socio E si

incontreranno per cercare di risolvere in buona fede la contestazione e, nel caso in cui non riuscissero a trovare un accordo entro il predetto termine, ognuno di essi potrà richiedere che il Floor ISA sia determinato dall'Advisor Finanziario. A tal fine troveranno applicazione, *mutatis mutandis*, le previsioni di cui al precedente Paragrafo 11.7.

14.5 Nel caso in cui, a seguito di accordo tra il Socio di Maggioranza, da un lato, e i Soci Contestatori o il Socio E, dall'altro lato (a seconda del caso), ovvero della determinazione dell'Advisor Finanziario ai sensi del Paragrafo 14.3 o del Paragrafo 14.4 (a seconda del caso), risultasse che:

(a) il corrispettivo che i Soci Contestatori ovvero il Socio E riceverebbero in esecuzione del Diritto di Trascinamento è effettivamente inferiore al Fair Market Value delle rispettive Intere Partecipazioni Ulteriori ovvero al Floor ISA (a seconda del caso), il Socio di Maggioranza potrà, a propria insindacabile discrezione:

(i) procedere ugualmente con il Trasferimento dell'intero capitale sociale della Società all'Acquirente Totalitario; in questo caso il Socio di Maggioranza e tutti gli altri Soci Trascinati, compresi i Soci Contestatori e il Socio E, saranno obbligati a Trasferire le proprie Azioni all'Acquirente Totalitario in conformità a quanto previsto al Paragrafo 14.6, ma solo a condizione che, a seconda del caso: (A) il Socio di Maggioranza si sia obbligato a corrispondere a ciascun Socio Contestatore la differenza positiva tra il Fair Market Value delle Azioni di tale Socio Contestatore e il prezzo pagato al Socio Contestatore medesimo dall'Acquirente Totalitario, in sostanziale contestualità con il trasferimento dell'intero capitale sociale della Società all'Acquirente Totalitario; ovvero (B) il Socio di Maggioranza si sia obbligato a corrispondere al Socio E la differenza positiva tra il Floor ISA e il prezzo pagato al Socio E medesimo dall'Acquirente Totalitario, in sostanziale contestualità con il trasferimento dell'intero capitale sociale della Società all'Acquirente Totalitario; oppure

(ii) non Trasferire l'Intera Partecipazione Socio di Maggioranza all'Acquirente Totalitario, nel qual caso il Diritto di Trascinamento si intenderà come non esercitato dal Socio di Maggioranza;

(b) il corrispettivo che i Soci Contestatori e il Socio E riceverebbero in esecuzione del Diritto di Trascinamento sia pari o superiore, rispettivamente, al Fair Market Value delle rispettive Intere Partecipazioni Ulteriori ovvero al Floor ISA, troverà applicazione il Paragrafo 14.6 (restando inteso che, in tal caso, il corrispettivo per tutti i Soci Trascinati (ivi inclusi, i Soci Contestatori e il Socio E) sarà pari a quello offerto dall'Acquirente Totalitario e applicato *pro quota* (e cioè in proporzione, alle Intere Partecipazioni Ulteriori)).

14.6 Qualora il Diritto di Trascinamento sia stato validamente esercitato:

(a) senza che vi siano state contestazioni da parte di Soci Contestatori e/o del Socio E ai sensi dei Paragrafi 14.3 e 14.4;

(b) vi siano state contestazioni da parte di Soci Contestatori e/o del Socio E a norma dei Paragrafi 14.3 e 14.4, ma il Socio di Maggioranza intenda procedere a norma del Paragrafo 14.5(a)(i); ovvero

(c) vi siano state contestazioni da parte di Soci Contestatori e/o del Socio E a norma dei Paragrafi 14.3 e 14.4, ma si versi nello scenario di cui al Paragrafo 14.5(b);

gli atti che dispongono il Trasferimento dell'Intera Partecipazione Socio di

Maggioranza e delle Intere Partecipazioni Ulteriori dovranno essere perfezionati in un unico contesto e il giorno, all'ora e nel luogo che il Socio di Maggioranza avrà comunicato ai Soci Trascinati con preavviso di almeno 10 (dieci) Giorni Lavorativi, in conformità alle seguenti disposizioni:

(d) il Trasferimento dell'Intera Partecipazione Socio di Maggioranza e delle Intere Partecipazioni Ulteriori dovrà avvenire ai medesimi termini e condizioni offerti dall'Acquirente Totalitario e applicati *pro quota* (e cioè in proporzione, rispettivamente, all'Intera Partecipazione Socio di Maggioranza e alle Intere Partecipazioni Ulteriori) (fatto salvo, per quel che riguarda il corrispettivo, quanto previsto al Paragrafo 12.5(a)(i)), fermo restando che i Soci Trascinati rilasceranno in favore dell'Acquirente Totalitario le dichiarazioni e garanzie (e assumeranno i corrispondenti obblighi di indennizzo) esclusivamente con riferimento alla proprietà e alla trasferibilità dell'Intere Partecipazioni Ulteriori libere da Gravami, nonché a poteri, capacità e autorizzazioni per Trasferire le Intere Partecipazioni Ulteriori (fatti salvi i Gravami Consentiti);

(e) ciascuno dei Soci Trascinati dovrà Trasferire all'Acquirente Totalitario la piena e legittima proprietà e disponibilità delle relative Intere Partecipazioni Ulteriori libere da qualsiasi Gravame (fatti salvi i Gravami Consentiti), tramite atto di trasferimento pubblico o con girata autenticata, e sottoscrivere, consegnare, girare e accettare ogni contratto, accordo, certificato, strumento, atto e documento, e porre in essere tutte le azioni necessarie od opportune, al fine di effettuare il Trasferimento delle relative Intere Partecipazioni Ulteriori secondo quanto previsto dal presente Paragrafo 14.5;

(f) ogni costo e spesa relativi al Trasferimento delle Intere Partecipazioni Ulteriori, ivi inclusi i relativi costi e oneri notarili, ma con l'esclusione dei costi e/o delle spese dovute ai rispettivi consulenti e/o legali e delle tasse e imposte sul reddito dovute da ciascun socio coinvolto nel Trasferimento, sarà sostenuto dall'Acquirente Totalitario.

14.7 In caso di valido esercizio da parte del Socio di Maggioranza del Diritto di Trascinamento, non troveranno applicazione le previsioni di cui agli Articoli 10, 11, 12 e 13.

Articolo 15

15.1 In deroga a quanto previsto agli Articoli 10, 11, 12, 13 e 14, che non troveranno pertanto applicazione nel caso di Trasferimenti previsti dal presente Paragrafo 15.1, ciascun socio (il "**Trasferente Consentito**") potrà liberamente Trasferire tutte (e non meno di tutte) le proprie Azioni in favore di società di capitali che siano interamente controllate dal, ovvero interamente controllanti il, Trasferente Consentito (il "**Trasferitario Consentito**"), a condizione che: (a) sia fornita preventiva comunicazione scritta del Trasferimento agli altri soci, unitamente alla dichiarazione scritta del Trasferitario Consentito cui le partecipazioni dovranno essere Trasferite di completa adesione al presente Statuto e accettazione di tutti gli obblighi da esso derivanti a carico del Trasferente Consentito; (b) il Trasferimento sia risolutivamente condizionato alla perdita, da parte del Trasferitario, della qualità di Trasferitario Consentito (rispetto al Trasferente Consentito) ai sensi del presente Paragrafo 15.1. In caso di Trasferimenti effettuati in conformità al presente Paragrafo 15.1, resta inteso che: (a) i diritti in capo al Trasferente Consentito ai sensi del presente Statuto saranno esercitati

congiuntamente dal Trasferente Consentito e dal Trasferitario Consentito; e (b) il Trasferente Consentito rimarrà solidalmente responsabile con il Trasferitario Consentito in relazione all'adempimento di tutti gli obblighi derivanti dal presente Statuto.

15.2 In deroga a quanto previsto agli Articoli 10, 11, 12, 13 e 14, che non troveranno pertanto applicazione nel caso dei Trasferimenti previsti dal presente Paragrafo 15.2, non sono soggetti ai vincoli e alle limitazioni di cui al presente Statuto (e sono pertanto liberi): (a) i Trasferimenti di Azioni e/o partecipazioni che siano conseguenza di successione *mortis causa*; e (b) i Trasferimenti di Azioni e/o partecipazioni che siano conseguenza dell'escussione di Gravami.

DIRITTO DI RECESSO

Articolo 16

16.1 Il recesso potrà essere esercitato:

(a) da ciascun socio esclusivamente nelle ipotesi inderogabilmente previste dalla legge; e

(b) esclusivamente dai soci titolari di Azioni di Categoria B, dai soci titolari di Azioni di Categoria C, dai soci titolari di Azioni di Categoria E e dai soci titolari di Azioni di Categoria F (anche disgiuntamente gli uni dagli altri) anche: (i) al verificarsi dell'ipotesi di cui al Paragrafo 13.6(b); e (ii) liberamente e senza causa nel solo periodo compreso fra il 1° e il 31 luglio degli anni 2021, 2022 e 2023 (il "**Recesso Ad Nutum**"), a condizione che (1) il Recesso Ad Nutum sia esercitato con riferimento a tutte le Azioni (appartenenti a qualunque categoria) di titolarità del socio recedente; (2) la comunicazione di recesso venga ricevuta dalla Società entro e non oltre il 31 luglio dell'anno in cui il socio intende esercitare il recesso; e (3) il termine entro cui si potrà procedere al collocamento presso terzi delle azioni del socio recedente, prima che la Società sia tenuta ad acquistarle in proprio, sia, anche in deroga all'art. 2437-*quater* c.c., di 1 (uno) anno dalla comunicazione di recesso. A tal fine, il socio recedente, quale condizione dell'esercizio del Recesso Ad Nutum, dovrà espressamente dichiarare nella comunicazione di recesso che il termine di cui all'art. 2437-*quater*, co. 5, c.c., deve intendersi prorogato a 1 (uno) anno.

16.2 Il socio che intende esercitare il diritto di recesso dovrà darne comunicazione a mezzo raccomandata a.r., ovvero posta elettronica certificata, agli altri soci e all'organo amministrativo.

La raccomandata dovrà essere ricevuta da tutti i soggetti sopra indicati entro 30 giorni dal giorno in cui:

- è stata iscritta nel Registro delle Imprese la deliberazione assembleare che legittima il recesso; ovvero, ove non sia prevista l'iscrizione nel Registro delle Imprese,
- il socio recedente dimostri di essere venuto a conoscenza del fatto che legittima il suo diritto di recesso.

Gli amministratori dovranno annotare senza indugio nel libro soci l'avvenuto ricevimento della comunicazione di recesso.

Il diritto di recesso avrà effetto nei confronti della Società il quindicesimo giorno successivo alla data in cui è stata ricevuta l'ultima delle raccomandate a.r. ovvero la posta elettronica certificata, inviate dal socio recedente a norma del secondo capoverso del presente articolo.

16.3 Non hanno diritto di recesso i soci che non hanno concorso

all'approvazione delle deliberazioni riguardanti la proroga del termine di durata della Società. Il criterio di determinazione del valore delle Azioni ed il relativo procedimento di liquidazione sono regolamentati dalla legge, restando comunque inteso che il valore di ogni singola Azione oggetto di liquidazione verrà determinato suddividendo il valore complessivo di tutte le Azioni della Società in parti uguali.

OPZIONI ISA

Articolo 17

17.1 Il Socio di Maggioranza concede irrevocabilmente al Socio E che, pertanto, irrevocabilmente acquista, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1331 Codice Civile, il diritto di vendere al Socio di Maggioranza tutte (e non meno di tutte) le proprie Azioni (di qualsiasi categoria) della Società, nei termini, alle condizioni e secondo le modalità previsti nel presente Articolo 17 (l'"**Opzione Put ISA**").

17.2 L'Opzione Put ISA potrà essere esercitata in qualsiasi Giorno Lavorativo intercorrente tra: (a) l'inizio del 31° (trentunesimo) mese successivo alla Data di Decorrenza; e (b) la fine del 36° (trentaseiesimo) mese successivo alla Data di Decorrenza (purché prima che sia stata esercitata l'Opzione Call ISA) (il "**Periodo di Esercizio Opzione Put ISA**"), dandone comunicazione scritta via PEC al Socio di Maggioranza e, per conoscenza, agli altri soci e al consiglio di amministrazione della Società (la "**Comunicazione Opzione Put ISA**").

17.3 Il prezzo di esercizio dell'Opzione Put ISA è fin d'ora stabilito in un importo in Euro pari a:

$$(18.000.000 * (1 + \text{Tasso Put})^{n/360}) + C - D - P - 930.600$$

(il "**Prezzo Opzione Put ISA**")

laddove:

"**Tasso Put**" indica un tasso di interesse annuo composto pari al 5% (cinque per cento);

"**n**" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la Data di Decorrenza e la data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA;

"**C**" rappresenta l'importo complessivo di tutti versamenti effettuati dal Socio E a favore della Società sino alla data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA a titolo di sottoscrizione di qualsiasi aumento di capitale, versamento a patrimonio netto e/o finanziamento soci gratuito, restando inteso che a tale riguardo l'importo effettivo di ciascuno di tali versamenti sarà moltiplicato per $(1 + \text{Tasso Put})^{m/360}$ laddove "m" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la data in cui il versamento in questione è stato effettuato e la data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA;

"**D**" rappresenta l'importo complessivo di tutti i dividendi e le riserve effettivamente distribuiti dalla Società a favore del Socio E sino alla data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA, restando inteso che a tale riguardo l'importo effettivo di ciascuno di tali versamenti sarà moltiplicato per $(1 + \text{Tasso Put})^{m/360}$ laddove "m" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la data in cui la distribuzione in questione è stata ricevuta dal Socio E e la data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA;

"**P**" rappresenta l'importo complessivo di tutti i proventi effettivamente ricevuti dal Socio E sino alla data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA per effetto del trasferimento a terzi da parte del Socio E di Azioni della Società (diverse da quelle oggetto della Opzione Put ISA), restando inteso a

tale riguardo che l'importo ricevuto a fronte di ciascuno di tali trasferimenti sarà moltiplicato per (1 + Tasso Put)$^{m/360}$ laddove "m" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la data in cui l'importo in questione è stato ricevuto dal Socio E e la data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA.

17.4 Fermo restando quanto previsto al Paragrafo 18-bis.1, nel periodo compreso tra la scadenza del termine per la Comunicazione di Prima Designazione (come di seguito definita) e il 30° (trentesimo) Giorno Lavorativo dalla ricezione della Comunicazione Opzione Put ISA (il "**Termine di Designazione Opzione Put**"), il Socio di Maggioranza avrà diritto di nominare uno o più soggetti (ciascuno, un "**Soggetto Designato**"), che, per effetto di tale nomina, acquisterà i diritti e assumerà gli obblighi del Socio di Maggioranza nascenti dall'esercizio, da parte del Socio E, dell'Opzione Put ISA, ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 1401 ss. Codice Civile. A tale riguardo, resta inteso che: (a) la nomina di ciascun Soggetto Designato dovrà essere comunicata per iscritto al Socio E e per conoscenza agli altri soci insieme all'accettazione incondizionata e scritta da parte di ciascun Soggetto Designato della nomina; e (b) il Socio di Maggioranza rimarrà comunque solidalmente responsabile con ciascun Soggetto Designato per l'adempimento degli obblighi assunti da ciascun Soggetto Designato per effetto della nomina di cui al presente Paragrafo 17.4.

17.5 A seguito dell'esercizio dell'Opzione Put ISA, il trasferimento delle Azioni del Socio E dovrà essere perfezionato presso la sede legale della Società, nella data e innanzi al notaio che saranno indicati dal Socio E al Socio di Maggioranza (anche per conto di ciascun Soggetto Designato) con comunicazione scritta da inviarsi entro 20 (venti) Giorni Lavorativi dalla scadenza del Termine di Designazione Opzione Put, con un preavviso di almeno 15 (quindici) Giorni Lavorativi. Il trasferimento delle Azioni del Socio E avverrà con il contestuale pagamento del Prezzo Opzione Put ISA in favore del Socio E, mediante bonifico bancario di fondi immediatamente disponibili sul conto corrente previamente comunicato (l'"**Esecuzione Opzione Put**"). Le Azioni del Socio E dovranno essere trasferite libere da Gravami. Inoltre, resta inteso che, qualora, alla data di invio della Comunicazione Opzione Put ISA, il Socio E dovesse essere titolare di crediti derivanti da finanziamenti soci gratuiti di tempo in tempo erogati dal Socio E in favore della Società, contestualmente all'Esecuzione Opzione Put il Socio E trasferirà in favore del Socio di Maggioranza anche i predetti crediti, liberi da Gravami (senza, peraltro, che il Socio di Maggioranza sia tenuto a pagare alcun corrispettivo per tali crediti, venendo gli stessi già presi in considerazione nel calcolo del Prezzo Opzione Put ISA secondo la formula indicata al Paragrafo 17.3).

17.6 Il Prezzo Opzione Put ISA è considerato congruo dal Socio di Maggioranza e dal Socio E e stabilito anche in via d'alea, e non sarà pertanto soggetto ad alcun aggiustamento e/o ad alcuna revisione.

Articolo 18

18.1 Il Socio E concede irrevocabilmente al Socio di Maggioranza che, pertanto, irrevocabilmente acquista, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1331 Codice Civile, il diritto di acquistare dal Socio E tutte (e non meno di tutte) le Azioni (di qualsiasi categoria) della Società di titolarità del Socio E, nei termini, alle condizioni e secondo le modalità previsti nel presente Articolo 18 (l'"**Opzione Call ISA**").

18.2 L'Opzione Call ISA potrà essere esercitata in qualsiasi Giorno Lavorativo intercorrente tra: (a) l'inizio del 6° (sesto) mese successivo alla Data di Decorrenza; e (b) la fine del 36° (trentaseiesimo) mese successivo alla Data di Decorrenza (purché prima che sia stata esercitata l'Opzione Put ISA); dandone comunicazione scritta via PEC al Socio E e, per conoscenza, agli altri soci e al consiglio di amministrazione della Società (la "**Comunicazione Opzione Call ISA**").

18.3 Il prezzo di esercizio dell'Opzione Call ISA è fin d'ora stabilito in un importo in Euro pari a:

$$(18.000.000 * (1 + \text{Tasso Call})^{n/360}) + C - D - P - 930.600$$

(il "**Prezzo Opzione Call ISA**")

laddove:

"**Tasso Call**" indica un tasso di interesse annuo composto pari al: (a) 8% (otto per cento), qualora la Comunicazione Opzione Call ISA venga inviata entro la scadenza del 12° (dodicesimo) mese successivo alla Data di Decorrenza; (b) 6,5% (sei virgola cinque per cento), qualora la Comunicazione Opzione Call ISA venga inviata nel periodo intercorrente tra l'inizio del 13° (tredicesimo) mese successivo alla Data di Decorrenza e la scadenza del 24° (ventiquattresimo) mese successivo alla Data di Decorrenza ; nonché (c) 5% (cinque per cento), qualora la Comunicazione Opzione Call ISA venga inviata successivamente all'inizio del 25° (venticinquesimo) mese successivo alla Data di Decorrenza;

"**n**" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la Data di Decorrenza e la data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA;

"**C**" rappresenta l'importo complessivo di tutti versamenti effettuati dal Socio E a favore della Società sino alla data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA a titolo di sottoscrizione di qualsiasi aumento di capitale, versamento a patrimonio netto e/o finanziamento soci gratuito, restando inteso che a tale riguardo l'importo effettivo di ciascuno di tali versamenti sarà moltiplicato per $(1 + \text{Tasso Call})^{m/360}$ laddove "m" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la data in cui il versamento in questione è stato effettuato e la data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA;

"**D**" rappresenta l'importo complessivo di tutti i dividendi e le riserve effettivamente distribuiti dalla Società a favore del Socio E sino alla data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA, restando inteso che a tale riguardo l'importo effettivo di ciascuno di tali versamenti sarà moltiplicato per $(1 + \text{Tasso Call})^{m/360}$ laddove "m" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la data in cui la distribuzione in questione è stata ricevuta dal Socio E e la data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA;

"**P**" rappresenta l'importo complessivo di tutti i proventi effettivamente ricevuti dal Socio E sino alla data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA per effetto del trasferimento a terzi da parte del Socio E di Azioni della Società (diverse da quelle oggetto della Opzione Call ISA), restando inteso a tale riguardo che l'importo ricevuto a fronte di ciascuno di tali trasferimenti sarà moltiplicato per $(1 + \text{Tasso Call})^{m/360}$ laddove "m" rappresenta il numero di giorni intercorsi tra la data in cui l'importo in questione è stato ricevuto dal Socio E e la data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA.

18.4 Fermo restando quanto previsto al Paragrafo 18-bis.1, nel periodo compreso tra la scadenza del termine per la Comunicazione di Prima Designazione (come di seguito definita) e il 10° (decimo) Giorno Lavorativo

dall'invio della Comunicazione Opzione Call ISA, il Socio di Maggioranza avrà altresì diritto – mediante comunicazione scritta da inviare con le stesse modalità previste per la Comunicazione Opzione Call ISA – di nominare uno o più Soggetti Designati, che, per effetto di tale nomina, acquisterà i diritti e assumerà gli obblighi del Socio di Maggioranza nascenti dall'esercizio, da parte dello stesso Socio di Maggioranza, dell'Opzione Call ISA, ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 1401 ss. Codice Civile. A tale riguardo, resta inteso che: (a) la nomina di ciascun Soggetto Designato dovrà essere comunicata per iscritto al Socio E (nella Comunicazione Opzione Call ISA) e per conoscenza agli altri soci insieme all'accettazione incondizionata e scritta da parte di ciascun Soggetto Designato della nomina; e (b) il Socio di Maggioranza rimarrà comunque solidalmente responsabile con ciascun Soggetto Designato per l'adempimento degli obblighi assunti da ciascun Soggetto Designato per effetto della nomina di cui al presente Paragrafo 18.4.

18.5 A seguito dell'esercizio dell'Opzione Call ISA, il trasferimento delle Azioni del Socio E dovrà essere perfezionato presso la sede legale della Società, nella data e innanzi al notaio che saranno indicati dal Socio di Maggioranza (anche per conto di ciascun Soggetto Designato) al Socio E con comunicazione scritta da inviarsi entro 20 (venti) Giorni Lavorativi dall'invio della Comunicazione Opzione Call ISA, con un preavviso di almeno 15 (quindici) Giorni Lavorativi. Il trasferimento delle Azioni del Socio E avverrà con il contestuale pagamento del Prezzo Opzione Call ISA in favore del Socio E, mediante bonifico bancario di fondi immediatamente disponibili sul conto corrente previamente comunicato (l'"**Esecuzione Opzione Call**"). Le Azioni del Socio E dovranno essere trasferite libere da Gravami. Inoltre, resta inteso che, qualora, alla data di invio della Comunicazione Opzione Call ISA, il Socio E dovesse essere titolare di crediti derivanti da finanziamenti soci gratuiti di tempo in tempo erogati dal Socio E in favore della Società, contestualmente all'Esecuzione Opzione Call il Socio E trasferirà in favore del Socio di Maggioranza anche i predetti crediti, liberi da Gravami (senza, peraltro, che il Socio di Maggioranza sia tenuto a pagare alcun corrispettivo per tali crediti, venendo gli stessi già presi in considerazione nel calcolo del Prezzo Opzione Call ISA secondo la formula indicata al Paragrafo 18.3).

18.6 Il Prezzo Opzione Call ISA è considerato congruo dal Socio di Maggioranza e dal Socio E e stabilito anche in via d'alea, e non sarà pertanto soggetto ad alcun aggiustamento e/o ad alcuna revisione.

Articolo 18-bis

18-bis.1 Entro 5 (cinque) Giorni Lavorativi dalla ricezione della Comunicazione Opzione Put ISA ovvero della Comunicazione Opzione Call ISA, ciascuno tra i soci titolari di Azioni di Categoria B, di Azioni di Categoria C e/o di Azioni di Categoria F, anche disgiuntamente l'uno dagli altri (ciascuno di tali soci, il "**Socio Richiedente**"), avrà la facoltà (ma non l'obbligo) di richiedere irrevocabilmente – mediante comunicazione scritta via PEC al Socio di Maggioranza e al Socio E e, per conoscenza, agli altri soci (la "**Comunicazione di Prima Designazione**") – che – nel caso in cui il Socio di Maggioranza intenda esercitare il diritto di nominare ai sensi del Paragrafo 17.4 ovvero 18.4 uno o più Soggetti Designati che non sia/siano Controllato/i dal medesimo Socio di Maggioranza – il Socio Richiedente

venga nominato dal Socio di Maggioranza quale Soggetto Designato (il "**Diritto di Prima Designazione**"). La Comunicazione di Prima Designazione dovrà contenere l'impegno irrevocabile del Socio Richiedente, in qualità di Soggetto Designato, di acquistare tutte (e non meno di tutte) le Azioni della Società di titolarità del Socio E (la "**Partecipazione Oggetto di Acquisto**").

18-bis.2 Qualora uno o più Soci Richiedenti esercitino validamente il Diritto di Prima Designazione a norma del Paragrafo 18-bis.1, e il Socio di Maggioranza abbia intenzione di nominare ai sensi del Paragrafo 17.4 ovvero del Paragrafo 18.4 uno o più Soggetti Designati che non sia/siano Controllato/i dal medesimo Socio di Maggioranza, lo stesso Socio di Maggioranza avrà l'obbligo nominare quale/i proprio/i Soggetto/i Designato/i il/i Socio/i Richiedente/i, restando inteso che, qualora il Diritto di Designazione venisse esercitato da due o più Soci Richiedenti, le Azioni di titolarità del Socio E oggetto di Trasferimento in esecuzione dell'Opzione Put ISA ovvero dell'Opzione Call ISA (a seconda del caso) verranno ripartite tra i Soci Richiedenti in proporzione alla rispettiva partecipazione al capitale sociale della Società al momento dell'invio della Comunicazione di Prima Designazione.

18-bis.3 Resta inteso che, ferma e impregiudicata nei confronti del Socio E la responsabilità solidale del Socio di Maggioranza con i propri Soggetti Designati (ivi inclusi, se del caso, i Soci Richiedenti) ai sensi dei Paragrafi 17.4 e 18.4, i Soci Richiedenti terranno indenne e manlevato il Socio di Maggioranza da qualsiasi danno o passività che lo stesso Socio di Maggioranza ovvero ulteriori diversi soggetti che, alla Data di Decorrenza o anche successivamente, si siano costituiti fideiussori del Socio di Maggioranza per garantire il corretto adempimento di tutte le obbligazioni nascenti in capo al Socio di Maggioranza per effetto dell'esercizio dell'Opzione Put ISA ovvero dell'Opzione Call ISA (a seconda del caso) dovessero soffrire per effetto dell'inadempimento dei Soci Richiedenti medesimi alle relative obbligazioni assunte nei confronti del Socio E per effetto della nomina quali Soggetti Designati.

Articolo 18-*ter*

18-*ter*.1 Ai fini dell'Opzione Put ISA e dell'Opzione Call ISA, resta inteso che:

- quale condizione di validità della Comunicazione Opzione Put ISA ovvero, a seconda del caso, della Comunicazione Opzione Call ISA, il Socio E ovvero, a seconda del caso, il Socio di Maggioranza dovranno accludere a tali Comunicazione Opzione Put ISA o Comunicazione Opzione Call ISA la comunicazione con la quale è stata esercitata l'opzione di vendita ovvero, a seconda del caso, di acquisto, delle azioni di EcoRe di titolarità del Socio E secondo quanto previsto dallo statuto di EcoRe, salvo che detto diritto di opzione sia esercitato contestualmente nella medesima comunicazione;
- quale condizione di validità della Comunicazione di Prima Designazione, i Soci Richiedenti dovranno accludere alla rispettiva Comunicazione di Prima Designazione la comunicazione con la quale è stato esercitato il diritto di prima designazione ai sensi dello statuto di EcoRe, salvo che detto diritto di prima designazione sia esercitato contestualmente nella medesima comunicazione.

Articolo 19

19.1 Fermo esclusivamente quanto previsto all'Articolo 18-*ter*, in deroga a qualsiasi altra previsione del presente Statuto, con riferimento ai

Trasferimenti di Azioni posti in essere in esecuzione dell'Opzione Put ISA e dell'Opzione Call ISA non troveranno applicazione le previsioni di cui agli Articoli 10, 11, 12, 13 e 14. Pertanto, con riferimento ai Trasferimenti di Azioni posti in essere in esecuzione dell'Opzione Put ISA e dell'Opzione Call ISA, si intendono sin da ora concessi ogni consenso e/o autorizzazione che fossero richiesti ai sensi del presente Statuto e, conseguentemente, rinunciati a qualsiasi titolo e per tutti gli effetti, tra gli altri, il Diritto di Prelazione, il Diritto di Co-vendita e il Diritto di Co-vendita Indiretto, con esonero dallo svolgimento di qualsivoglia relativa formalità.

ASSEMBLEA

Articolo 20

20.1 L'assemblea regolarmente costituita rappresenta l'universalità dei soci e le sue deliberazioni, prese in conformità alla legge ed al presente statuto, obbligano tutti i soci.

L'assemblea è ordinaria o straordinaria ai sensi di legge.

20.2 L'assemblea viene convocata dal consiglio di amministrazione mediante avviso comunicato ai soci, agli amministratori e ai sindaci effettivi con mezzi che garantiscano la prova dell'avvenuto ricevimento, almeno 8 (otto) giorni prima dell'assemblea medesima, nei casi previsti dalla legge e ogniqualvolta il consiglio di amministrazione lo giudichi opportuno. In ogni caso, l'assemblea deve essere convocata almeno una volta all'anno, entro 120 (centoventi) giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale oppure entro 180 (centottanta) giorni qualora ricorrano le condizioni previste dall'art. 2364, co. 2, c.c..

20.3 L'assemblea ordinaria deve essere convocata dal consiglio di amministrazione anche su domanda dei soci ai sensi dell'articolo 2367 c.c..

20.4 Nell'avviso di convocazione debbono essere indicati il giorno, il luogo, l'ora dell'adunanza e l'elenco delle materie da trattare. Nell'avviso di convocazione potrà essere prevista una data ulteriore di seconda convocazione per il caso in cui nella adunanza prevista in prima convocazione l'assemblea non risultasse legalmente costituita. Nell'avviso potranno essere previste ulteriori convocazioni per le quali valgono le medesime maggioranze previste per l'assemblea di seconda convocazione.

Articolo 21

21.1 L'assemblea può essere convocata anche in località diversa da quella della sede sociale, purché in Italia.

21.2 E' possibile l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, alle condizioni e con le modalità previste nel presente Statuto (Paragrafo 38.3).

21.3 In mancanza di formale convocazione, l'assemblea si reputa regolarmente costituita in forma totalitaria quando è rappresentato l'intero capitale sociale e partecipa alla assemblea la maggioranza dei componenti degli organi amministrativi e di controllo. Tuttavia, in tale ipotesi ciascuno dei partecipanti può opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informato.

21.4 Nell'ipotesi di cui al precedente punto 19.3, dovrà essere data tempestiva comunicazione delle deliberazioni assunte ai componenti degli organi amministrativi e di controllo non presenti.

Articolo 22

22.1 Possono intervenire all'assemblea i soci cui spetta il diritto di voto e

che alla data dell'assemblea stessa risultano iscritti nel libro soci. Non è invece necessario il preventivo deposito delle azioni o della relativa certificazione.

22.2 Ogni socio che abbia diritto ad intervenire all'assemblea può farsi rappresentare, con delega scritta, da altra persona anche non socia, salve le limitazioni di legge. Se la delega viene conferita per la singola assemblea ha effetto anche per le successive convocazioni.

22.3 La rappresentanza non può essere conferita né ai componenti degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti della Società, né alle società da essa controllate o ai membri degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti di queste ultime.

Si applicano le altre disposizioni dell'articolo 2372 c.c..

Articolo 23

23.1 L'assemblea è presieduta dal presidente del consiglio di amministrazione. In caso di assenza o di impedimento di questi, l'assemblea sarà presieduta dal vicepresidente ovvero, in caso di assenza o di impedimento di questi, dalla persona eletta con il voto della maggioranza dei presenti.

23.2. L'assemblea nomina un segretario, anche non socio, ed occorrendo uno o più scrutatori anche non soci.

23.3 Spetta al presidente dell'assemblea constatare la regolare costituzione della stessa, accertare l'identità e la legittimazione dei presenti, dirigere e regolare lo svolgimento dell'assemblea ed accertare i risultati delle votazioni.

Articolo 24

22.1 Fermo e impregiudicato quanto previsto all'Articolo 25, l'assemblea dei soci è competente a deliberare ai sensi di legge, con le presenze e le maggioranze stabilite dalla legge stessa.

Articolo 25

25.1 Le deliberazioni dell'assemblea straordinaria della Società aventi a oggetto una Materia Assembleare Rilevante saranno validamente adottate, sia in prima che nelle convocazioni successive, oltreché con le maggioranze di legge, solamente laddove consti la presenza e il voto favorevole della maggioranza delle Azioni di Categoria A e della maggioranza delle Azioni di Categoria B ovvero della maggioranza delle Azioni di Categoria C.

25.2 Le Materie Assembleari Riservate sono riservate alla competenza esclusiva dell'assemblea della Società e, pertanto, non saranno in alcun modo delegabili ai relativi organi amministrativi.

25.3 Le decisioni/deliberazioni aventi a oggetto Materie Assembleari Riservate saranno considerate validamente adottate esclusivamente laddove siano approvate, oltreché con le maggioranze di legge, con anche il voto favorevole della maggioranza delle Azioni di Categoria A, delle Azioni di Categoria B e delle Azioni di Categoria C.

25.4 Le deliberazioni dell'assemblea devono risultare da verbale firmato dal presidente e dal segretario. Nei casi di legge e quando il presidente lo ritenga opportuno, il verbale è redatto dal notaio.

AMMINISTRAZIONE E CONTROLLI

Articolo 26

26.1 L'amministrazione della Società spetta, ai sensi dell'articolo 2380-*bis* c.c., al consiglio di amministrazione composto da un numero di 12 (dodici)

membri.

26.2 La nomina degli amministratori spetta all'assemblea ordinaria dei Soci a norma di legge e di statuto.

26.3 Il consiglio di amministrazione sarà composto da: (a) 2 (due) amministratori nominati dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari delle Azioni di Categoria B; (b) 1 (uno) amministratore nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria C; (c) 1 (uno) nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria E; (d) 1 (uno) nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria F; e (e) i restanti 7 (sette) amministratori (tra cui dovranno essere selezionati il presidente del consiglio di amministrazione e l'/gli amministratore/i delegato/i) nominati dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari delle Azioni di Categoria A. La designazione degli amministratori da parte dei soci titolari delle Azioni di Categoria A, delle Azioni di Categoria B, delle Azioni di Categoria C, delle Azioni di Categoria E e delle Azioni di Categoria F, che abbiano manifestato il proprio voto in relazione alle designazioni di cui alle lett. (a), (b), (c), (d) ed (e) che precedono, è vincolante per l'assemblea e potrà essere fatta, direttamente, dai titolari di dette Azioni nel corso dell'assemblea chiamata a nominare il consiglio di amministrazione.

Qualora i titolari delle Azioni di Categoria A, delle Azioni di Categoria B, delle Azioni di Categoria C, delle Azioni di Categoria E o delle Azioni di Categoria F omettano di designare gli amministratori di loro competenza o perdano tale diritto (ivi incluso per effetto della conversione di una delle predette categorie di Azioni in Azioni ordinarie), alla nomina degli amministratori mancanti, diversi da quelli eventualmente designati dai titolari delle Azioni delle altre categorie ai sensi del precedente capoverso, provvederà l'assemblea.

A titolo esemplificativo, nel caso in cui i titolari delle Azioni di Categoria A abbiano designato i propri amministratori, mentre i possessori delle Azioni di Categoria B, delle Azioni di Categoria C, delle Azioni di Categoria E e delle Azioni di Categoria F non abbiano designato i propri rispettivi amministratori (complessivamente in numero di 5), in tal caso alla nomina dei restanti amministratori (ossia 5) provvederà l'assemblea.

26.4 Gli amministratori potranno essere anche non soci. Non possono essere nominati alla carica di amministratore e se nominati decadono dall'ufficio coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 c.c..

26.5 Gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica; in mancanza di qualsiasi precisazione al riguardo, gli amministratori si intendono nominati per il periodo massimo corrispondente a tre esercizi.

26.6 Fermo e impregiudicato quanto previsto al Paragrafo 26.11, gli amministratori sono revocabili dall'assemblea in qualunque tempo con il voto favorevole della maggioranza dei soci titolari delle Azioni della medesima categoria che ha designato l'amministratore revocando, salvo il diritto dell'amministratore revocato al risarcimento dei danni, se la revoca

avviene senza giusta causa.
26.7 È ammessa la rieleggibilità.
26.8 Se per qualsiasi causa viene meno la maggioranza degli amministratori nominati dall'assemblea, l'intero consiglio di amministrazione decade e spetterà agli amministratori non venuti meno provvedere d'urgenza alla convocazione dell'assemblea per la nomina del nuovo consiglio di amministrazione in conformità a quanto previsto al Paragrafo 26.3.
26.9 Qualora dovessero cessare dalla carica uno o più amministratori, ma la maggioranza del consiglio di amministrazione continuasse a essere composta da soggetti nominati dall'assemblea, si provvederà alla cooptazione dei membri mancanti del consiglio di amministrazione con deliberazione approvata dal collegio sindacale. In ogni caso, dovrà/anno essere nominato/i quale/i sostituto/i, mediante cooptazione degli altri consiglieri di amministrazione il/i candidato/i indicato/i dai soci titolari delle categorie di azioni cui spetta nominare l'/gli amministratore/i che sia/no cessato/i dalla carica ai sensi del Paragrafo 26.3. In mancanza di indicazioni si procederà con l'integrazione del consiglio ai sensi di legge.
26.10 Gli amministratori nominati in sostituzione di altri amministratori cessati dalla carica scadranno insieme con quelli in carica all'atto della loro nomina.
26.11 La cessazione degli amministratori per scadenza del termine ha effetto dal momento in cui il nuovo organo amministrativo è stato ricostituito. Per la rinuncia all'ufficio da parte degli amministratori si applica il disposto dell'art. 2385, co. 1, c.c..
26.12 Il consiglio di amministrazione individua il soggetto o i soggetti responsabili, anche diversi dagli amministratori e dipendenti della società, a cui saranno affidate le funzioni e i compiti volti al perseguimento delle finalità di beneficio comune di cui all'articolo 3.4 del presente Statuto. Il soggetto incaricato è denominato "Responsabile dell'Impatto".

Articolo 27

27.1 Il consiglio di amministrazione:
a) elegge fra i suoi membri un presidente (scelto tra i membri nominati dall'assemblea su designazione dei soci titolari di Azioni di Categoria A), se questi non è nominato dai soci in occasione della nomina, ed un vicepresidente che sostituisce il presidente nei casi di assenza o di impedimento, secondo le modalità stabilite all'atto della loro nomina, nonché, eventualmente, un segretario, anche estraneo;
b) viene convocato dal presidente o dal vicepresidente o da almeno due amministratori congiuntamente tra loro, mediante avviso spedito con lettera raccomandata, ovvero con qualsiasi altro mezzo idoneo allo scopo (ad esempio fax, posta elettronica), almeno 5 (cinque) giorni prima dell'adunanza e in caso di urgenza con ogni mezzo idoneo allo scopo (ad esempio fax, posta elettronica) da spedirsi almeno 2 (due) giorni prima, nel quale vengono fissate la data, il luogo e l'ora della riunione nonché l'ordine del giorno. Nel caso di ricorso al fax o alla posta elettronica o ad altro mezzo idoneo allo scopo, gli avvisi dovranno essere spediti al numero di fax, all'indirizzo di posta elettronica e/o allo specifico recapito che siano stati espressamente comunicati dagli amministratori medesimi;
c) si raduna presso la sede sociale o altrove, purché in Italia.
27.2 Le adunanze del consiglio e le sue deliberazioni sono valide, anche

senza convocazione formale, quando intervengono tutti i consiglieri in carica e i membri del collegio sindacale.

27.3 È possibile l'intervento alle riunioni del consiglio mediante mezzi di telecomunicazione, alle condizioni e con le modalità previste nel presente Statuto (Paragrafo 38.3).

27.4 Salvo quanto previsto all'Articolo 28, il consiglio di amministrazione delibera validamente con la presenza della maggioranza dei suoi membri in carica ed a maggioranza assoluta dei voti dei presenti alla riunione validamente costituita. In caso di parità prevale il voto del presidente del consiglio di amministrazione (detta disposizione non si applica al vice-presidente chiamato a sostituire il presidente per sua assenza o impedimento). Il voto non può essere dato per rappresentanza.

Articolo 28

28.1 Anche in deroga a qualsiasi altra disposizione del presente Statuto:

(a) le Materie Consiliari Rilevanti e le Materie Consiliari Riservate sono riservate alla competenza esclusiva del consiglio di amministrazione e, pertanto, non possono essere in alcun modo delegabili (salvo per la delega necessaria per dare esecuzione alle deliberazioni assunte dal consiglio di amministrazione) ad amministratori, comitati, direttori generali, dipendenti, procuratori o altri soggetti;

(b) le deliberazioni del consiglio di amministrazione aventi a oggetto le Materie Consiliari Rilevanti saranno considerate validamente adottate dal consiglio di amministrazione esclusivamente se approvate a maggioranza assoluta dei consiglieri presenti alla riunione validamente costituita (maggioranza assoluta che dovrà includere il voto favorevole di almeno un consigliere nominato su designazione dei soci titolari di Azioni di Categoria A) e con la presenza e il voto favorevole di almeno un consigliere nominato su designazione dei soci titolari di Azioni di Categoria B ovvero dei soci titolari di Azioni di Categoria C;

(c) le deliberazioni del consiglio di amministrazione aventi a oggetto Materie Consiliari Riservate saranno considerate validamente adottate dal consiglio di amministrazione esclusivamente se approvate a maggioranza assoluta dei consiglieri presenti alla riunione validamente costituita (maggioranza assoluta che dovrà includere il voto favorevole di almeno un consigliere nominato su designazione dei soci titolari di Azioni di Categoria A) e con il voto favorevole di tutti i consiglieri di amministrazione nominati su designazione dei soci titolari di Azioni di Categoria B e dei soci titolari di Azioni di Categoria C.

Articolo 29

29.1 Il consiglio di amministrazione ha tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione, esclusi quelli che la legge o il presente Statuto riserva espressamente all'assemblea dei soci.

29.2 Fermo e impregiudicato quanto previsto all'Articolo 27, il consiglio di amministrazione può delegare, nei limiti di legge, le proprie attribuzioni a singoli amministratori o ad un comitato esecutivo, determinandone i poteri e può nominare direttori generali, direttori e procuratori, per determinati atti o categorie di atti.

Articolo 30

30.1 La rappresentanza della Società di fronte ai terzi ed in giudizio è attribuita al presidente del consiglio di amministrazione e, ove nominato, al

vicepresidente del consiglio di amministrazione.

Il consiglio di amministrazione può inoltre conferire la rappresentanza della Società ai consiglieri, direttori generali, direttori e procuratori indicati al precedente Paragrafo 29.2, nei limiti dei poteri loro conferiti ai sensi dello stesso Paragrafo 29.2.

Articolo 31

31.1 Agli amministratori, oltre al rimborso delle spese sostenute per l'esercizio delle loro funzioni, potrà essere assegnata un'indennità annua complessiva, anche sotto forma di partecipazione agli utili, che verrà determinata dai Soci, in occasione della nomina o con apposita delibera di assemblea ordinaria.

Come compenso potrà essere previsto anche il diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato speciali Azioni di futura emissione.

31.2 La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche è stabilita dal consiglio stesso. L'assemblea può anche determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.

31.3 All'organo amministrativo potrà altresì essere attribuito il diritto alla percezione di una indennità di fine rapporto di collaborazione coordinata e continuativa, da costituirsi mediante accantonamenti annuali ovvero mediante apposita polizza assicurativa.

COLLEGIO SINDACALE

Articolo 32

32.1 Il collegio sindacale si compone di tre membri effettivi e di due membri supplenti, nominati dall'assemblea, la quale attribuisce pure a un sindaco effettivo la qualifica di presidente.

32.2 Il collegio sindacale sarà composto da: (a) 1 (uno) sindaco effettivo (che assumerà le funzioni di presidente del collegio sindacale) nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria A*;* (b) 1 (uno) sindaco effettivo nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria B; (c) 1 (uno) sindaco effettivo nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria C; (d) 1 (uno) sindaco supplente nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria A; e (e) 1 (uno) sindaco supplente nominato dall'assemblea tra i nominativi designati a maggioranza dai soci titolari di Azioni di Categoria B. La designazione dei sindaci da parte dei soci titolari delle Azioni di Categoria A, delle Azioni di Categoria B e delle Azioni di Categoria C, che abbiano manifestato il proprio voto in relazione alle designazioni di cui alle lett. (a), (b), (c), (d) ed (e) che precedono, è vincolante per l'assemblea e potrà essere fatta, direttamente, dai titolari di dette Azioni nel corso dell'assemblea chiamata a nominare il consiglio di amministrazione.

Qualora i titolari delle Azioni di Categoria A, delle Azioni di Categoria B o delle Azioni di Categoria C omettano di designare i sindaci di loro competenza o perdano tale diritto (ivi incluso per effetto della conversione di una delle predette categorie di Azioni in Azioni ordinarie), alla nomina dei sindaci, diversi da quelli eventualmente designati dai titolari delle Azioni delle altre categorie ai sensi del precedente capoverso, alla nomina dei sindaci mancanti provvederà l'assemblea.

A titolo esemplificativo, nel caso in cui i titolari delle Azioni di Categoria A abbiano designato i propri sindaci, mentre i possessori delle Azioni di Categoria B e delle Azioni di Categoria C non abbiano designato i propri rispettivi sindaci (complessivamente in numero di 3 (di cui 2 effettivi e 1 supplente)), in tal caso alla nomina dei restanti sindaci (ossia 2 effettivi e 1 supplente) provvederà l'assemblea.

32.3 Non possono essere nominati sindaci e, se nominati, decadono dalla carica, coloro che si trovano nelle condizioni di cui all'articolo 2399 c.c..

32.4 Il collegio sindacale, che deve riunirsi almeno ogni novanta giorni, viene convocato dal presidente con avviso da spedirsi almeno cinque giorni prima dell'adunanza a ciascun sindaco e, nei casi di urgenza, almeno un giorno prima. L'avviso può essere redatto su qualsiasi supporto (cartaceo o magnetico) e può essere spedito con qualsiasi sistema di comunicazione (compresi il telefax e la posta elettronica).

32.5 Il collegio sindacale è comunque validamente costituito e atto a deliberare qualora, anche in assenza delle suddette formalità, siano presenti tutti i membri del collegio stesso, fermo restando il diritto di ciascuno degli intervenuti di opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informato.

Le riunioni del collegio sindacale si svolgono secondo quanto stabilito dalle norme del codice civile; è possibile l'intervento alle riunioni del Collegio mediante mezzi di telecomunicazione, alle condizioni e con le modalità previste nel presente Statuto (Paragrafo 38.3).

32.6 Ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2409-*bis* del Codice Civile, la revisione legale dei conti potrà essere esercitata dal Collegio Sindacale, ove ne sussistano i presupposti di legge.

32.7 Il collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla Società e sul suo corretto funzionamento.

32.8 Al Collegio Sindacale si applicano le disposizioni previste dall'articolo 2397 e seguenti del c.c.

32.9 La retribuzione annuale del Collegio Sindacale è determinata dall'assemblea dei soci all'atto della nomina per l'intero periodo di durata del loro ufficio.

REVISIONE LEGALE DEI CONTI

Articolo 33

33.1 La revisione legale dei conti sulla Società è esercitata da una società di revisione iscritta nell'apposito registro, a cui spetta:

(a) verificare, nel corso dell'esercizio e con periodicità almeno trimestrale, la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevanza nelle scritture contabili dei fatti di gestione;

(b) verificare se il bilancio di esercizio e, ove redatto, il bilancio consolidato corrispondano alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e se sono conformi alle norme che li disciplinano;

(c) esprimere con apposita relazione un giudizio sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato, ove redatto.

33.2 La società di revisione dovrà essere nominata ed opererà a sensi del successivo articolo 34.

Articolo 34

34.1 Salvo quanto disposto dal numero 11 del secondo comma dell'articolo 2328 c.c., l'incarico della revisione legale dei conti è conferito dall'assemblea, sentito il parere del collegio sindacale, la quale determina il corrispettivo spettante alla società di revisione per l'intera durata dell'incarico.

34.2 L'incarico ha la durata di tre esercizi, con scadenza alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al terzo esercizio dell'incarico. La cessazione delle società di revisione per scadenza del termine ha effetto dal momento in cui l'organo di controllo contabile è stato ricostituito. La società di revisione è rieleggibile.

34.3 L'incarico della revisione legale dei conti può essere revocato solo per giusta causa, con deliberazione dell'assemblea dei Soci, sentito il parere del collegio sindacale. La deliberazione di revoca deve essere approvata con decreto dal tribunale, sentito l'interessato.

34.4 La retribuzione annuale del revisore legale è determinata dall'assemblea dei soci all'atto della nomina per l'intero periodo di durata del loro ufficio.

BILANCIO E DESTINAZIONE DEGLI UTILI

Articolo 35

35.1 Gli esercizi sociali si chiudono al 31 dicembre di ogni anno.

35.2 Alla chiusura di ciascun esercizio sociale l'organo amministrativo provvede alla redazione del bilancio di esercizio ed alle conseguenti formalità rispettando le vigenti norme di legge.

35.3 Il bilancio deve essere approvato con delibera dell'assemblea ordinaria entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale ovvero entro centottanta giorni nel caso in cui la Società sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato o qualora particolari esigenze relative alla struttura ed all'oggetto della Società lo richiedano: in quest'ultimo caso peraltro gli amministratori devono segnalare nella loro relazione sulla gestione (o nella nota integrativa in caso di bilancio redatto in forma abbreviata) le ragioni della dilazione.

35.4 Ai sensi dell'art. 1, comma 382, della legge n. 208 del 28 dicembre 2015 il consiglio di amministrazione redige annualmente una relazione concernente il perseguimento del beneficio comune di cui all'articolo 3.4. del presente statuto, da allegare al bilancio societario e che verrà approvata dall'assemblea dei soci nel contesto dell'approvazione del bilancio di esercizio e che includerà:

a) la descrizione degli obiettivi specifici, delle modalità e delle azioni attuati dagli amministratori per il perseguimento delle finalità di beneficio comune e delle eventuali circostanze che lo hanno impedito o rallentato;

b) la valutazione dell'impatto generato;

c) una sezione dedicata alla descrizione dei nuovi obiettivi che la Società intende perseguire nell'esercizio successivo.

La relazione è altresì resa pubblica attraverso il sito internet della Società o in ogni altra forma che il Responsabile dell'Impatto dovesse ritenere opportuna ai fini della massimizzazione della trasparenza. La valutazione dell'impatto generato dal perseguimento delle finalità di beneficio comune verrà effettuata dalla Società sulla base di standard di valutazione di tipo Benefit Impact Assessment (BIA) ed analoghi.

Articolo 36

36.1 Degli utili netti risultanti dal bilancio deve essere dedotta una somma corrispondente al 5% (cinque per cento) da destinare alla riserva legale finché questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale.
36.2 La delibera che approva il bilancio decide sulla distribuzione degli utili ai soci.
36.3 Il pagamento dei dividendi viene eseguito entro il termine che viene annualmente fissato dal consiglio stesso, qualora non sia stato fissato dall'assemblea.
36.4 Il diritto ai dividendi si prescrive decorso un quinquennio dal giorno in cui divennero esigibili.

SCIOGLIMENTO E LIQUIDAZIONE

Articolo 37

37.1 Lo scioglimento anticipato volontario della Società è deliberato dall'assemblea straordinaria dei Soci con le maggioranze di cui al precedente Articolo 25.3.
37.2 Nel caso di cui al precedente punto 37.1 nonché verificandosi una delle altre cause di scioglimento previste dall'articolo 2484 c.c. ovvero da altre disposizioni di legge o del presente Statuto, l'assemblea con apposita deliberazione da adottarsi in sede straordinaria, dispone:
- il numero dei liquidatori e le regole di funzionamento del collegio in caso di pluralità di liquidatori;
- la nomina dei liquidatori, con indicazione di quelli cui spetta la rappresentanza della Società;
- i criteri in base ai quali deve svolgersi la liquidazione;
- i poteri dei liquidatori.

In mancanza di alcuna disposizione in ordine ai poteri dei liquidatori si applica la disposizione dell'articolo 2489 c.c..
37.3 La Società può in ogni momento revocare lo stato di liquidazione, occorrendo previa eliminazione della causa di scioglimento, con deliberazione dell'assemblea straordinaria. Al Socio dissenziente spetta il diritto di recesso. Per gli effetti della revoca si applica l'articolo 2487-*ter* c.c..
37.4 Le disposizioni sulle assemblee e sugli organi amministrativo e di controllo si applicano, in quanto compatibili, anche durante la liquidazione.
37.5 Si applicano tutte le altre disposizioni di cui al capo VIII Libro V c.c..

DISPOSIZIONI GENERALI

Articolo 38

38.1 Il domicilio dei soci, per tutti i rapporti con la Società, si intende eletto presso l'indirizzo, eventualmente integrato con il numero di telefax e/o l'indirizzo di posta elettronica e di posta elettronica certificata, risultante dal libro dei soci.
38.2 I soci hanno diritto di esaminare i libri sociali obbligatori a sensi delle vigenti disposizioni di legge, e di ottenerne estratti a proprie spese.
38.3 Quando, a norma del presente statuto, è consentito l'intervento a riunioni collegiali (assemblea dei soci, riunioni del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale) mediante mezzi di telecomunicazione, si applica la seguente disciplina:
(a) è ammesso il ricorso a mezzi di telecomunicazione di qualsiasi specie (audio, video, telematici, elettronici, ecc.) purché sia consentito effettuare gli accertamenti e porre in essere tutte quelle attività che devono risultare

dal verbale; in particolare deve essere consentito a chi presiede la riunione:
- di accertare l'identità e la legittimazione degli intervenuti e, nel caso di soci partecipanti all'assemblea, il capitale dagli stessi rappresentato;
- di constatare le modalità e proclamare i risultati della votazione, identificando i soggetti favorevoli, astenuti e dissenzienti.

Deve, inoltre, essere consentito agli intervenuti di partecipare alla discussione ed alla votazione simultanea sugli argomenti all'ordine del giorno, di visionare, ricevere o trasmettere documenti, di fare le dichiarazioni pertinenti all'ordine del giorno da riassumere, a loro richiesta, nel verbale.

(b) non è, pertanto, ammesso l'utilizzo di mezzi di telecomunicazione, che, singolarmente o integrati tra di loro, non consentano il rispetto di tutte le condizioni di cui al precedente punto (a);

(c) spetta al soggetto ovvero all'organo legittimato alla convocazione della riunione collegiale prevedere, per ogni singola riunione, la possibilità di intervento mediante mezzi di telecomunicazione; in tal caso nell'avviso di convocazione dovranno essere indicati i luoghi, a tal fine predisposti dalla Società, ove è consentito agli aventi diritto (soci, amministratori, liquidatori, sindaci) di collegarsi, ovvero le specifiche tecniche per il collegamento degli aventi diritto dal loro domicilio o da altro luogo;

(d) è peraltro consentito al singolo avente diritto (socio, amministratore, liquidatore, sindaco) di avvalersi, in ogni tempo e per ogni riunione, della facoltà di intervento mediante mezzi di telecomunicazione, anche se non espressamente prevista nell'avviso di convocazione. In questo caso spetterà a chi presiede la riunione verificare l'adeguatezza del mezzo prescelto, in relazione alle condizioni sopra elencate *sub* (a); in caso di assemblea dei soci, il socio dovrà comunicare alla società la propria intenzione di avvalersi di un mezzo di telecomunicazione almeno 24 ore prima della riunione, specificando le caratteristiche del mezzo prescelto;

(e) in tutti i casi di intervento mediante mezzi di telecomunicazione la riunione si intende svolta nel luogo ove è presente chi la presiede (che dovrà, pertanto, corrispondere col luogo indicato nell'avviso di convocazione).

Articolo 39

39.1 Possono essere adottate dal consiglio stesso, in luogo dell'assemblea dei soci, le decisioni relative a:
- l'istituzione o la soppressione di sedi secondarie;
- la riduzione del capitale in caso di recesso del socio;
- gli adeguamenti dello Statuto a disposizioni normative;
- gli adeguamenti dello Statuto ai sensi del Paragrafo 6.5.

39.2 Le decisioni del consiglio di amministrazione sulle materie di cui al precedente Paragrafo 39.1, debbono essere adottate con deliberazione da far constatare mediante verbale redatto da notaio per atto pubblico.

Articolo 40

40.1 Per quanto non previsto nel presente Statuto valgono le norme di legge in materia di società per Azioni.

Articolo 41

41.1 Qualsiasi controversia avente ad oggetto i rapporti sociali che dovessero insorgere fra i Soci o fra i Soci e la Società, anche se promosse dagli organi amministrativo o di liquidazione e/o di controllo ovvero nei loro

confronti e che abbiano per oggetto il presente Statuto ed in generale qualsiasi altro rapporto riferibile alla vita sociale e che non sia per norme imperative deferite ad altro giudice, sarà soggetta alla competenza esclusiva del Foro di Milano.

F.to Davide De Luca

F.to Thomas William Dean

F.to Lorenzo Stucchi Notaio