



**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SUL VALORE DI LIQUIDAZIONE  
DELLE AZIONI DI MASI AGRICOLA S.P.A. IN CASO DI RECESSO**

Signori Azionisti,

la presente relazione viene predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Masi Agricola S.p.A. ("Masi" o la "Società") a seguito della deliberazione, assunta nel corso della seduta consiliare del 16 febbraio 2024, di sottoporre all'Assemblea Straordinaria della Società convocata per il giorno 4 marzo 2024, in unica convocazione, tra le altre, le proposte di modifica dello statuto sociale volte a (i) integrare l'oggetto sociale con attività aventi finalità di beneficio comune e a adottare lo *status* di società *benefit*, nonché (ii) modificare il meccanismo di elezione dell'organo amministrativo, e illustra le valutazioni e le decisioni assunte dagli amministratori, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, in ordine al valore di liquidazione delle azioni della Società ai sensi dell'art. 2437-ter, cod. civ..

**1. Premessa**

Il Consiglio di Amministrazione di Masi in data 16 febbraio 2024 ha deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea straordinaria della Società, *inter alia*, le proposte di modifica degli artt. 3 e 1 dello statuto sociale vigente ("Statuto") e dell'art. 23 dello statuto sociale da adottarsi in funzione del passaggio dal sistema di amministrazione e controllo tradizionale al sistema monistico ("Nuovo Statuto"), ove la relativa proposta sia approvata dall'Assemblea.

La proposta di modifica dell'art. 3 dello Statuto prevede l'integrazione dell'oggetto sociale della Società al fine di introdurre ulteriori attività aventi finalità di beneficio comune. L'impegno di Masi di perseguire nel lungo termine la crescita sostenibile è inoltre rafforzato dall'adozione dello *status* di società *benefit*, con conseguente modifica dell'art. 1 dello Statuto.

La proposta di modifica dell'art. 23 del Nuovo Statuto ha invece a oggetto la sostituzione della regola elettorale vigente per l'elezione del consiglio di amministrazione con un nuovo sistema di voto che prevede la votazione sui singoli candidati e non su liste bloccate.

Per maggiori informazioni in merito alle modifiche statutarie proposte, si rinvia alla relazione illustrativa ("Relazione Illustrativa") messa a disposizione del pubblico e disponibile sul sito *internet* della Società all'indirizzo [www.masi.it](http://www.masi.it).

Ove approvate, le modifiche statutarie determinano o una modificazione dell'oggetto sociale ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), cod. civ., o una modificazione dello statuto concernente i diritti di voto o di partecipazione e, pertanto, agli Azionisti della Società che non avranno concorso alla delibera assembleare di approvazione delle modifiche dello Statuto sopra citate compete il diritto di recesso, ai sensi degli artt. 2437 e ss. cod. civ. ("Diritto Recesso"), ricorrendo i presupposti dell'art. 2437, comma 1, lett. a) e g), cod. civ..

Il Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, ha, quindi, proceduto a determinare il valore di liquidazione delle azioni da liquidare ai soci recedenti.

La presente relazione, pertanto, indica:

- (i) in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 2437-ter, cod. civ., il valore di liquidazione delle azioni della Società (unitamente a una sintesi dei relativi criteri di determinazione), nonché

- (ii) le modalità e i termini di esercizio del diritto di recesso e il conseguente procedimento di liquidazione delle azioni.

## **2. Condizione sospensiva**

Si ricorda che la modifica statutaria di cui si propone l'approvazione è subordinata all'avveramento della seguente condizione sospensiva:

- (i) l'importo complessivo di liquidazione a carico della Società e in favore degli azionisti che abbiano esercitato il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 ss. cod. civ. **non** sia superiore a Euro 200.000,00 (duecentomila virgola zero zero) ("**Esborso Massimo**"). Si precisa, inoltre, che l'Esborso Massimo sarà calcolato al netto degli importi a carico degli azionisti che esercitino i propri diritti di opzione e prelazione ai sensi dell'articolo 2437-*quater*, cod. civ., nonché di eventuali terzi, nell'ambito del procedimento di liquidazione.

Resta quindi fermo che le dichiarazioni di recesso, manifestate ai sensi dell'art. 2437, cod. civ., a loro volta, saranno efficaci solo nel caso in cui si sia verificata, salvo rinuncia, la suddetta condizione. Di conseguenza, l'efficacia dell'esercizio del diritto di recesso (e così pure il pagamento del valore di liquidazione) è subordinata al verificarsi della predetta condizione sospensiva, prevista dalla delibera dell'assemblea straordinaria in merito alla modifica della predetta clausola statutaria.

L'Esborso Massimo è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione al fine di contenere entro limiti congrui (seppur rivedibili in caso di rinuncia alla condizione sospensiva da parte del Consiglio di Amministrazione laddove così ritenuto nell'interesse della Società): (i) l'Esborso Massimo derivante dalla liquidazione delle azioni oggetto di recesso che la Società fosse tenuta ad acquistare all'esito del procedimento di liquidazione e, conseguentemente (ii) gli impatti di natura finanziaria conseguenti a tale Esborso, al fine di preservare le risorse aziendali della Società.

La verifica circa l'avveramento di tale condizione sospensiva, che saranno comunque rinunciabili dal Consiglio di Amministrazione secondo quanto di seguito illustrato.

La Società comunicherà prontamente al mercato l'avveramento (o la rinuncia, ove applicabile) della condizione sospensiva. L'avveramento o il mancato avveramento della condizione saranno resi noti al pubblico mediante apposito comunicato stampa, pubblicato sul sito *internet* della Società all'indirizzo [www.masi.it](http://www.masi.it).

La condizione, apposta nell'esclusivo interesse di Masi, potrà eventualmente essere oggetto di rinuncia da parte del Consiglio di Amministrazione della Società entro 30 (trenta) giorni dalla verifica del mancato avveramento della stessa, in considerazione dell'interesse della Società al perseguimento delle modifiche statutarie. Ai fini di tale valutazione, il Consiglio di Amministrazione potrà, altresì, tenere conto, per quanto concerne la condizione relativa all'Esborso Massimo, dell'eventuale assunzione di impegni di acquisto da parte di soci o di terzi delle azioni oggetto di recesso e della possibilità di cessione delle azioni a valori di mercato che dovessero essere riacquistate dalla Società all'esito del procedimento di liquidazione.

## **3. Criteri di determinazione del valore delle azioni**

Il processo di determinazione del valore di liquidazione derivante dall'esercizio del diritto di recesso deve considerare le disposizioni dettate dal codice civile per le società per azioni e in particolare dall'art. 2437-*ter*, cod. civ..

In applicazione del comma 2 del suddetto articolo, "*il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione*

*contabile ed è determinato, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni".*

Il comma 3 dell'art. 2437-ter, invece, stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni quotate nei mercati regolamentati è definito sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso, salvo che lo statuto preveda che le modalità di determinazione del valore delle azioni siano quelle di cui ai commi 2 e 4 del medesimo articolo.

Sul punto, occorre segnalare, in via preliminare, che le azioni di Masi sono negoziate su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("EGM"), con la conseguenza che le azioni della Società non sono quotate su un mercato regolamentato e che, pertanto, non trova applicazione quanto previsto dal suddetto comma 3 dell'art. 2437-ter, cod. civ..

Inoltre, si evidenzia che lo Statuto sociale della Società non prevede criteri specifici di determinazione del valore di liquidazione, facoltà prevista dall'articolo 2437-ter, comma 4, cod. civ..

Ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni, il Consiglio di Amministrazione della Società si è avvalso delle valutazioni di un esperto indipendente di *standing* ("Esperto").

L'Esperto ha determinato il valore di liquidazione delle azioni di Masi nel rispetto di quanto previsto all'art. 2437-ter, cod. civ. e delle linee guida dei Principi Italiani di Valutazione sulla base del valore del capitale economico di Masi ("Equity Value"), come risultante dall'applicazione dei seguenti criteri valutativi: (i) il metodo finanziario – *Discounted Cash Flow* ("DCF") e (ii) il metodo delle quotazioni di Borsa. L'Esperto non ha ravvisato particolari motivazioni per elevare uno dei due criteri a metodo principale, individuando ciascuno una distinta e significativa prospettiva sul valore societario. Considerate tuttavia le limitazioni intrinseche all'utilizzo di tale ultimo criterio, l'Esperto ha altresì impiegato, quale metodo di controllo della stima risultante dall'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa (iii) il metodo dei multipli.

Si rileva infine che nel processo di determinazione del valore di riferimento delle azioni ai fini del recesso l'Esperto ha ritenuto opportuno non ricorrere (i) a criteri patrimoniali o basati sul costo, tenuto conto dell'incapacità di tali metodi di cogliere la dinamicità del *business*, coerentemente con gli orientamenti consolidati della dottrina per imprese operanti nel settore di riferimento, nè (ii) a parametri forniti dal *consensus* degli analisti, in quanto il titolo Masi è seguito da una sola casa di investimento e conseguentemente tale indicazione non può assurgere a metrica utile ai fini di un valore di recesso, se non a titolo di mera informazione di supporto alle decisioni dello scrivente organo amministrativo.

#### Metodo DCF

Il metodo DCF consente la valutazione dell'Equity Value della Società attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi alla data di valutazione (*i.e.* 18 gennaio 2024, "Data di Riferimento"). Più in particolare, l'Equity Value è stato determinato sommando le seguenti componenti: (a) il valore operativo (Enterprise Value) determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che si prevede Masi sarà in grado di generare in futuro, scontati a un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*); (b) la posizione finanziaria netta di Masi; (c) il valore di mercato di eventuali surplus asset non inerenti alla gestione caratteristica o i cui benefici non sono ricompresi nell'Enterprise Value, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi; (d) il valore degli interessi di terzi (*c.d.* "minorities").

Per quanto riguarda la determinazione dell'Enterprise value, l'Esperto ha analizzato i flussi di cassa previsti nel piano del Gruppo ("Piano"), approvato dal CdA nel mese di marzo 2023 e aggiornato dal *management*

della Società nel mese di novembre 2023, ed ha assunto lo sviluppo di due scenari basati sulla possibile evoluzione di tali flussi anche per il periodo successivo a quello di previsione esplicita.

Sulla base di tali premesse, l'applicazione del metodo DCF ha condotto ad una valorizzazione della Società alla Data di Riferimento compresa tra Euro 119,6 e 146,9 milioni e, pertanto, tenuto conto delle azioni in circolazione alla medesima data, pari a 32.151.156 titoli, a un valore unitario per azione compreso tra Euro 3,72 e Euro 4,57.

### Metodo delle quotazioni di Borsa

L'applicazione del metodo in questione consiste (i) nella verifica di significatività dei prezzi registrati e, in un secondo momento, (ii) nell'analisi statistica dei prezzi su orizzonti temporali ritenuti rappresentativi, in termini di attualità, della capitalizzazione di Borsa della Società. Dall'analisi condotta è risultata una limitata significatività, in termini di ridotta liquidità (misurata dai volumi scambiati e dal flottante), dei prezzi registrati negli ultimi 12 mesi dal titolo Masi - anche rispetto ai titoli di società comparabili - nonché un *trend* rialzista dei prezzi medi e mediani dei volumi per il titolo Masi nel periodo più recente e in particolare nell'ultimo mese dalla Data di Riferimento. Al fine quindi di evitare di riflettere elementi legati a situazioni contingenti comuni ai maggiori indici azionari, e tenuto conto della ridotta significatività dei prezzi, l'Esperto ha esteso il periodo di riferimento fino ai 6 mesi antecedenti alla Data di Riferimento, in linea anche con il dettato normativo dell'art. 2437-ter, comma 3, cod. civ., che, per le società quotate su mercati regolamentati, prevede l'impiego di un orizzonte temporale semestrale.

Dall'applicazione del metodo delle quotazioni Borsa è risultato un Equity Value della Società alla Data di Riferimento compreso tra Euro 141,1 e 158,9 milioni e quindi un valore unitario per azione tra Euro 4,39 e Euro 4,94.

Al fine di effettuare un controllo sulle risultanze della stima del valore di liquidazione ottenuto attraverso il Metodo delle Quotazioni di Borsa, è stato impiegato il Metodo dei Multipli.

### Metodo di controllo: il metodo dei multipli

La stima del valore di recesso ottenuto attraverso il metodo delle quotazioni di Borsa è stata verificata applicando, quale metodo di controllo, il metodo dei multipli di Borsa, che consente di valutare il valore del capitale di una società sulla base dei prezzi di quotazione dei titoli di società comparabili. Più in particolare, l'applicazione di tale metodo consiste nell'identificare un *panel* di società quotate comparabili al fine di osservarne i prezzi di Borsa e relazionarli ad alcune variabili aziendali (come utili e ricavi), così determinando i multipli da utilizzare nella valutazione (nel caso di specie, è stato individuato il multiplo EV/SALES, senza applicazione di alcuno sconto in considerazione della presenza di poche aziende dimensionalmente maggiori della Società).

Nel caso di specie, il multiplo EV/SALES è stato individuato dall'Esperto come indicatore più adeguato ai fini della stima del Valore di Recesso tenuto conto che (i) l'analisi di regressione ha riscontrato, nello specifico, una correlazione statistica maggiormente significativa tra le marginalità (EBITDA/SALES) delle aziende comparabili riscontrate dal *consensus* degli analisti finanziari di fonte Bloomberg, e il multiplo EV/Sales, rispetto agli altri moltiplicatori analizzati e (ii) l'applicazione degli altri moltiplicatori comunemente utilizzati nella prassi valutativa, rappresentati dai rapporti tra *enterprise value* e *earning before interest taxes depreciation and amortization* (EV/EBITDA), *enterprise value* e reddito operativo (EV/EBIT), prezzo del titolo e utile netto per azione (P/E), conduce a una valorizzazione della Società ampiamente inferiore.

L'applicazione del metodo dei multipli di Borsa ha consentito di stimare un *Equity Value* della Società alla Data di Riferimento tra Euro 136,2 e 141,3 milioni e pertanto un valore unitario per azione compreso tra Euro 4,24 e Euro 4,39.

### Sintesi delle analisi

Le analisi svolte dall'Esperto hanno dunque condotto all'individuazione di un intervallo di valori comuni derivanti dall'applicazione del criterio basato sui fondamentali prospettici (DCF) e del criterio basato sui valori di mercato (Borsa).

Sulla base della sovrapposizione degli intervalli determinati con i predetti metodi, l'Esperto ha pertanto determinato il valore di liquidazione delle azioni di Masi in un valore mediano dell'intervallo risultante dalla predetta sovrapposizione (tra Euro 4,39 e 4,57 per azione) e pertanto in un importo **pari a Euro 4,48 per azione**, corrispondente ad un *Equity Value* della Società pari a 144,0 milioni di Euro.

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione, sentito il parere della società di revisione e del Collegio Sindacale, ha definito il valore di liquidazione delle azioni pari a Euro 4,48 per ciascuna azione.

#### **4. Valore di recesso**

Tenuto conto di quanto disposto dall'articolo 2437-ter cod. civ. e tenuto conto delle conclusioni raggiunte dall'Esperto, che il Consiglio di Amministrazione di Masi ha ritenuto di far proprie, lo stesso ha ritenuto di identificare in Euro 4,48 (quattro virgola quarantotto) per azione il valore unitario di liquidazione delle azioni della Società ai fini del recesso.

Si precisa, inoltre, che il Consiglio di Amministrazione ha provveduto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni ai fini del recesso, sentito il parere del Collegio Sindacale (allegato alla presente relazione *sub* Allegato 1) e vista la relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (allegata alla presente relazione *sub* Allegato 2).

#### **5. Difficoltà di valutazione**

Si segnala che nell'effettuare le proprie valutazioni, l'Esperto ha rilevato talune difficoltà nell'ambito dell'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa e del metodo di controllo. Nell'applicazione del primo metodo sono in particolare emerse alcune evidenze in merito alla limitata significatività dei prezzi dei titoli di Masi, a seguito della ridotta liquidità dei medesimi titoli (flottante modesto pari al 9% e scarso numero di scambi), che hanno reso necessario applicare un metodo di controllo, il quale, a sua volta, ha evidenziato difficoltà derivanti da una limitata disponibilità di aziende quotate con *business model* comparabile a quello di Masi e dalla notevole dispersione dei risultati ottenuti con differenti moltiplicatori.

L'applicazione del metodo DCF presuppone l'utilizzo di stime caratterizzate da aleatorietà delle previsioni economico-finanziarie con riferimento sia ai profili di incertezza legati al settore di riferimento (variabili esogene), sia alle attese di volumi e marginalità specifici per Masi (variabili endogene), anche alla luce dei risultati preconsuntivi 2023 non in linea con le attese.

Inoltre, le stime effettuate dall'Esperto attraverso il metodo DCF, sono state determinate anche attraverso l'utilizzo di dati previsionali tratti dalle proiezioni economico-finanziarie, che si basano su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese da parte degli Amministratori, che includono, tra le altre, assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli Amministratori che non necessariamente si verificheranno ed eventi e azioni sui quali gli Amministratori e il management non possono influire o possono, solo in parte, influire. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione,

lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche utilizzate.

In ultimo si evidenzia che il Piano utilizzato dall'Esperto nell'applicazione del metodo DCF non include gli effetti economici e patrimoniali attesi dalla recente acquisizione della casa vinicola Tenuta "Casa Re" il cui corrispettivo pari ad Euro 1,8 milioni è stato saldato in data 18 gennaio 2024. Ai fini della presente relazione, si ritiene infatti ragionevole ipotizzare che il corrispettivo corrisposto rappresenti il *fair value* delle attività nette acquisite e pertanto l'esclusione di tale recente acquisizione non determini distorsioni ai fini della determinazione del valore di liquidazione dell'azione della Società.

### **6. Termini e modalità per l'esercizio del diritto di recesso**

Il diritto di recesso potrà essere esercitato dai titolari di azioni di Masi a ciò legittimati, non avendo concorso alla deliberazione assembleare di approvazione delle modifiche statutarie, per tutte o parte delle azioni detenute, ai sensi dell'articolo 2437-*bis*, cod. civ. nei limiti e con le modalità di seguito indicati. Le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso non possono essere cedute.

In conformità a quanto previsto dall'articolo 127-*bis*, commi 2 e 3, D. Lgs. 58/1998 ("TUF"), colui a favore del quale sia effettuata la registrazione in conto delle azioni successivamente alla c.d. *record date* di cui all'articolo 83-*sexies*, comma 2, TUF, e prima dell'apertura dei lavori dell'Assemblea straordinaria convocata per l'approvazione delle modifiche statutarie, è considerato non aver concorso all'approvazione delle deliberazioni assunte in tale Assemblea.

I termini e le modalità per l'esercizio del diritto di recesso e di svolgimento del procedimento di liquidazione sono quelli stabiliti ai sensi degli artt. 2437-*bis* e 2437-*quater*, cod. civ.. Eventuali ulteriori informazioni a riguardo saranno rese note tramite comunicati stampa che saranno resi disponibili anche sul sito *internet* della Società all'indirizzo [www.masi.it](http://www.masi.it).

Il diritto di recesso potrà essere esercitato dagli azionisti a ciò legittimati, per tutte o parte delle azioni detenute, ai sensi dell'art. 2437-*bis* cod. civ., unicamente mediante invio di lettera raccomandata ("**Dichiarazione di Recesso**") da spedire a Masi entro e non oltre 15 (quindici) giorni di calendario dall'iscrizione nel competente Registro delle Imprese della delibera assembleare che approva le modifiche statutarie in questione ("**Termine**"), della quale sarà data comunicazione da parte della Società.

La Dichiarazione di Recesso dovrà essere inviata alla Società unicamente a mezzo raccomandata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione all'indirizzo Via Monteleone, 26 - 37015, Gargagnago - Sant'Ambrogio di Valpolicella (VR), con oggetto: "Masi - Comunicazione di Recesso".

La Dichiarazione di Recesso dovrà recare le seguenti informazioni a pena di inammissibilità:

- le generalità del socio recedente, ivi inclusi i dati anagrafici, il codice fiscale, il domicilio (e, ove possibile, un recapito telefonico e un indirizzo *e-mail*), per le comunicazioni inerenti al diritto di recesso;
- il numero di azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso e il relativo controvalore in termini di liquidazione, in base al valore di liquidazione sopra descritto;
- gli estremi e le coordinate del conto corrente dell'azionista recedente su cui dovrà essere accreditato il valore di liquidazione delle azioni stesse; e
- l'indicazione dell'intermediario presso cui è acceso il conto sul quale sono registrate le azioni per le quali viene esercitato il diritto di recesso, con i dati relativi al predetto conto.

Ai sensi dell'articolo 43 del Provvedimento unico sul *post trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 contenente la "Disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata", la legittimazione all'esercizio del diritto di recesso è attestata da una comunicazione dell'intermediario alla Società. Pertanto, gli azionisti che intendano esercitare il diritto di recesso sono tenuti a richiedere al proprio intermediario, a pena di inammissibilità della Dichiarazione di Recesso, l'invio alla Società (all'indirizzo sopra riportato), entro il Termine, dell'attestazione sulla legittimazione all'esercizio del diritto di recesso ai sensi dell'art. 83-*quinquies*, comma 3, del TUF.

Tale comunicazione dovrà attestare:

- la proprietà ininterrotta, in capo all'azionista recedente, delle azioni Masi in relazione alle quali viene esercitato il diritto di recesso, da prima dell'apertura dei lavori dell'assemblea la cui delibera ha legittimato l'esercizio del diritto di recesso, e fino alla data di rilascio della comunicazione, e comunque fino alla data di esercizio del diritto di recesso ove il rilascio della Comunicazione da parte dell'intermediario fosse successivo a tale data dall'articolo 127-*bis*, comma 2, TUF;
- l'assenza di pegno o altro vincolo sulle azioni Masi in relazione alle quali viene esercitato il diritto di recesso; in caso di pegno o altro vincolo sulle azioni in relazione alle quali sia esercitato il diritto di recesso, l'azionista recedente dovrà provvedere a trasmettere a Masi entro il Termine, quale condizione per l'ammissibilità della Dichiarazione di Recesso, apposita dichiarazione resa dal creditore pignoratizio, ovvero dal soggetto a favore del quale sussista altro vincolo sulle azioni, con la quale tale soggetto presti il proprio consenso irrevocabile e incondizionato alla liquidazione delle azioni oggetto del recesso in conformità alle istruzioni del socio recedente.

Spetta agli azionisti recedenti assicurare la correttezza delle informazioni contenute nella Dichiarazione di Recesso e fare in modo che la medesima sia inviata alla Società entro il Termine, come sopra indicato, non assumendo la Società alcuna responsabilità al riguardo.

Le Dichiarazioni di Recesso inviate oltre il Termine o sprovviste delle necessarie informazioni o non corredate in tempo utile delle relative dichiarazioni di cui sopra non avranno effetto.

Le azioni oggetto della comunicazione di cui all'articolo 43 del Provvedimento Banca d'Italia – Consob, e quindi le azioni per cui viene esercitato il diritto di recesso dell'avente diritto, sono rese indisponibili, ad opera dell'intermediario medesimo, sino alla loro liquidazione, fermo restando che fino a tale data, l'azionista recedente potrà esercitare il diritto di voto spettante a tali azioni.

Nel caso in cui uno o più azionisti esercitino il diritto di recesso, la procedura di liquidazione si svolgerà secondo quanto previsto dall'art. 2437-*quater* cod. civ., come di seguito illustrato.

1. In primo luogo, le azioni Masi per le quali sia esercitato il diritto di recesso saranno offerte in opzione agli azionisti di Masi, che non abbiano esercitato il diritto di recesso, in proporzione al numero di azioni da essi possedute ("**Offerta in Opzione**"). Per l'esercizio del diritto di opzione sarà concesso, secondo quanto previsto dall'articolo 2437-*quater*, comma 2, cod. civ., un termine non inferiore a 30 (trenta) giorni dalla data di deposito dell'Offerta in Opzione presso il competente Registro delle Imprese. I diritti di acquisto in opzione relativi alle azioni non saranno negoziabili su Euronext Growth Milan Italia.

Gli azionisti che eserciteranno il diritto di opzione nell'ambito dell'Offerta in Opzione, purché ne facciano contestualmente richiesta, avranno, altresì, diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni Masi per le quali sia stato esercitato il diritto di recesso e che siano rimaste inoptrate all'esito dell'Offerta in Opzione; qualora il numero delle azioni per le quali sia richiesta la prelazione sia

superiore al quantitativo di azioni rimaste inoperte all'esito dell'Offerta in Opzione, si procederà al riparto tra tutti i richiedenti in proporzione al numero delle azioni possedute da ciascuno di essi. Qualora residuassero azioni dopo l'assegnazione sulla base del quoziente pieno, le azioni residue verranno assegnate col criterio del maggior resto.

Le azioni oggetto dell'Offerta in Opzione, e i diritti di opzione di acquisto relativi, non sono state e non saranno registrate negli Stati Uniti d'America ai sensi dello *United States Securities Act* del 1933, e non potranno essere offerte o vendute negli Stati Uniti d'America in assenza di un'esenzione. L'Offerta in Opzione non costituirà un'offerta di strumenti finanziari nemmeno negli altri Paesi ove l'Offerta in Opzione non sia consentita in assenza di una specifica autorizzazione in conformità alla normativa applicabile, ovvero in deroga alla stessa. Si consiglia pertanto agli azionisti non residenti in Italia di richiedere specifici pareri in materia prima di intraprendere qualsiasi azione.

La Società provvederà a comunicare i termini e le modalità di adesione all'Offerta in Opzione e le ulteriori informazioni relative alla stessa mediante appositi comunicati stampa e resi disponibili sul sito *internet* di Masi all'indirizzo [www.masi.it](http://www.masi.it), nonché tramite l'avviso di Offerta in Opzione che sarà depositato presso il competente Registro delle Imprese ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 2, cod. civ.. L'avviso sarà reso noto con le modalità e nei termini previsti dalla normativa vigente.

2. Ove gli azionisti non acquistino, in tutto o in parte, le azioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso, gli amministratori di Masi potranno collocarle presso terzi a norma dell'art. 2437-*quater*, comma 4, cod. civ.. Le azioni per cui sia stato esercitato il diritto di recesso e che residuino a esito del collocamento verranno rimborsate dalla Società, ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 5, cod. civ., entro 180 giorni dalla Dichiarazione di Recesso, tramite acquisto effettuato utilizzando le riserve disponibili, anche in deroga ai limiti quantitativi previsti dal terzo comma dell'art. 2357, cod. civ.. In assenza di utili e riserve disponibili, deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale ovvero lo scioglimento della società.

Fermo restando quanto precedentemente descritto in ordine alla condizione sospensiva cui è subordinata l'efficacia della modifica statutaria, il pagamento del valore di liquidazione delle azioni a ciascun azionista che abbia esercitato il diritto di recesso, così come il trasferimento delle azioni assegnate nell'ambito dell'Offerta in Opzione o del collocamento presso terzi o in caso di acquisto da parte di Masi, saranno effettuati con valuta al termine di detto procedimento di liquidazione alla data che sarà comunicata con comunicato stampa diffuso tramite SDIR e pubblicato sul sito *internet* [www.masi.it](http://www.masi.it).

### **7. Documenti a disposizione del pubblico**

La presente relazione del Consiglio di Amministrazione, unitamente al parere del Collegio Sindacale e alla relazione di EY S.p.A. (in qualità di soggetto incaricato della revisione legale dei conti) sono a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Masi e consultabili sul sito *internet* all'indirizzo [www.masi.it](http://www.masi.it).

\*\*\*\*\*

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione, tenuto conto della disposizione dell'art. 2437-*ter* cod. civ., preso atto del parere del Collegio Sindacale e di EY S.p.A. (in qualità di soggetto incaricato della revisione legale dei conti), ha determinato in Euro 4,48 (quattro virgola quarantotto) il valore unitario di liquidazione delle azioni di Masi ai fini del recesso spettante agli azionisti che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione delle modifiche statutarie.

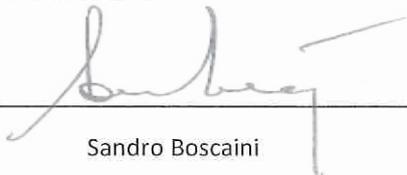
### **8. Allegati**

# MASI<sup>®</sup>

## AGRICOLA

- Parere del Collegio Sindacale sul valore di liquidazione, rilasciato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, cod. civ.;
- Relazione di EY S.p.A., società incaricata della revisione legale dei conti, sul valore di liquidazione, rilasciata ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, cod. civ..

Sant'Ambrogio di Valpolicella, 16 febbraio 2024



---

Sandro Boscaini

(Presidente del Consiglio di Amministrazione)

## **PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE DELLA MASI AGRICOLA S.P.A. IN ORDINE ALLA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI IN CASO DI RECESSO E ALLA LIMITAZIONE DEL DIRITTO AL RIMBORSO**

Il Collegio Sindacale della Masi Agricola S.p.a. (“Masi” o la “Società”), a seguito della delibera del Consiglio di Amministrazione del 16 febbraio u.s. di modifica dello statuto sociale, in merito all’integrazione dell’oggetto sociale e di modifica delle modalità di governo societario e di nomina degli organi sociali, che sarà sottoposta all’Assemblea Straordinaria del 4 marzo prossimo, deve formulare un parere per la congruità del valore di liquidazione delle azioni di Masi nel caso di recesso, in riferimento al disposto dell’art. 2437-ter del Codice Civile

Premesso che:

- ✓ agli azionisti ordinari della Società i quali non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Nuovo Statuto di Masi Agricola S.p.A. compete il diritto di recesso ai sensi dell’art. 2437 e seguenti del Codice Civile (“Diritto di Recesso”), ricorrendo i presupposti di cui al comma 1, lettera g) del citato articolo 2437 del Codice Civile;
- ✓ l’art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che, in tali circostanze, il valore di liquidazione delle azioni è determinato dal Consiglio di Amministrazione sentito il parere del Collegio Sindacale e della società incaricata della revisione contabile;
- ✓ il mercato Euronext Growth Milan (“EGM”), sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana, sul quale sono negoziate le azioni della società, non è un mercato regolamentato;

il Collegio Sindacale ha:

- esaminato la documentazione messa a disposizione dal Consiglio di Amministrazione e necessaria allo svolgimento dell’incarico e più precisamente:
  - i. la bozza della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione;
  - ii. il parere dell’esperto di *standing* (“Esperto”) datato 22 gennaio 2024, emesso a supporto del Consiglio di Amministrazione per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell’art. 2437-ter del Codice Civile al servizio del diritto di recesso sorto a seguito della proposta di modifica dello Statuto;
  - iii. l’andamento dei prezzi delle azioni ordinarie sul mercato EGM, con un focus sugli ultimi sei mesi;
  - iv. la bozza del parere della società incaricata della revisione legale ai sensi dell’articolo 2437 ter del Codice Civile;
- preso atto che il Consiglio di Amministrazione del 16 febbraio 2024 ha fatto proprie le conclusioni raggiunte dall’esperto;
- l’approccio complessivo adottato dal Consiglio di Amministrazione, sulla base della relazione dell’Esperto, risulta ragionevole e non arbitrario, anche alla luce della prassi di mercato e del contesto di riferimento;
- considerato, in particolare, che dai criteri valutativi adottati dal Consiglio di Amministrazione, sulla base della Relazione dell’Esperto emerge la scelta del metodo di attualizzazione dei flussi finanziari DCF nella variante dell’Excess Capital, l’applicazione del quale evidenzia un *range* di valori per azione compreso tra Euro 3,72 ed Euro 4,57, coerente con la situazione patrimoniale economico-finanziaria riflessa nelle previsioni dei flussi finanziari, mentre il metodo delle quotazioni di Borsa, pur con i limiti intrinseci e difficoltà specifiche inerenti l’andamento del titolo Masi e la limitata disponibilità di aziende comparabili, porta un valore unitario per azione tra Euro 4,39 e Euro 4,94 ;
- considerato inoltre, che il Consiglio di Amministrazione ha fatto propria l’adozione, come indicato da parte dell’Esperto, del metodo di controllo basato sui multipli di Borsa, del quale l’Esperto medesimo ha sottolineato i limiti nel caso riferito a Masi, che porterebbe ad un valore unitario compreso nel range tra Euro 4,24 e Euro 4,39;
- constatato di non essere venuto a conoscenza di fatti o situazioni, oltre quelle specificate, tali da far ritenere che il metodo di valutazione adottato per la determinazione del valore di

liquidazione delle azioni della Società ex art. 2437-ter del codice civile, non sia, limitatamente alla finalità per la quale esso è stato determinato, adeguato e/o ragionevole

Il Collegio Sindacale, nell'esaminare i principi illustrati dagli amministratori e tenuto conto della relazione dell'Esperto, dà atto di non aver effettuato alcuna valutazione economica della Società, né corrente né prospettica; tale valutazione, anche se svolta implicitamente, spetta esclusivamente agli amministratori.

Il Collegio Sindacale dà inoltre atto che, nello svolgimento del proprio lavoro, non ha incontrato limiti, criticità e difficoltà specifiche e di aver operato in piena autonomia.

Tutto ciò considerato, il Collegio Sindacale, rispettando il dettato dell'art.2437-ter del Codice Civile e seguendo le linee guida dei Principi Italiani di Valutazione:

- ✓ prende atto della bozza di relazione del Consiglio di Amministrazione del 16 febbraio 2024 che ha indicato in 4,48 euro per azione il valore di liquidazione delle azioni in conformità a quanto prescritto dall'art. 2437-ter c.c.;
- ✓ esprime parere favorevole circa i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del valore dell'azione in caso di recesso a seguito della proposta di modifica dello Statuto.

Marano di Valpolicella lì, 16 febbraio 2024

Per il Collegio Sindacale  
Il Presidente  
F.to Angelo Pappadà  
*Angelo Pappadà*



# Masi Agricola S.p.A.

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

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

Al Consiglio di Amministrazione di  
Masi Agricola S.p.A.

### 1. Motivo ed oggetto dell'incarico

Il Consiglio di Amministrazione della Masi Agricola S.p.A. (di seguito, anche "Masi Agricola" o la "Società") ha approvato, in data 16 febbraio 2024, alcune modifiche statutarie da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti prevista per il giorno 4 marzo 2024.

Tali proposte di modifica hanno ad oggetto (i) l'integrazione dell'oggetto sociale con attività aventi finalità di beneficio comune e l'adozione dello *status* di società *benefit*, (ii) la modifica del meccanismo di nomina dell'organo amministrativo (iii) il passaggio dal sistema di amministrazione e controllo tradizionale al sistema monistico. In tale circostanza, gli Amministratori hanno ritenuto applicabile l'art. 2437 del Codice Civile che prevede, per gli Azionisti che non intendano concorrere a tale deliberazione, la possibilità di esercitare il diritto di recesso.

L'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale.

Il Consiglio di Amministrazione ha incaricato in data 23 novembre 2023 un esperto indipendente (di seguito, anche l'"Esperto") di predisporre un parere in merito alla stima del valore di liquidazione in caso dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti di Masi Agricola a seguito delle sopra citate modifiche. In data 22 gennaio 2024, l'Esperto ha predisposto la valutazione della Società (di seguito, anche la "Valutazione") considerando come data di riferimento della valutazione il 18 gennaio 2024.

EY S.p.A., quale soggetto incaricato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2409-bis del Codice Civile e degli articoli 14 e 19-bis del D.Lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010, della revisione legale del bilancio di esercizio e consolidato della Società, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società, in data 31 gennaio 2024, l'incarico di predisporre il parere ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile sul valore di liquidazione delle azioni di Masi Agricola.

Nel corso della prima parte del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna, gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni di Masi Agricola, individuato in Euro 4,48 e, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, hanno messo a nostra disposizione la documentazione necessaria allo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la loro relazione. Ciò fermo restando che la Società ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni della Masi Agricola.

All'esito dell'avvenuto riscontro della documentazione fatta propria dal Consiglio di Amministrazione ed a noi consegnata al termine della prima fase della richiamata seduta consiliare con quella a noi precedentemente fornita, abbiamo emesso il presente parere, al fine di poter consentire al Consiglio di Amministrazione stesso il completamento dell'iter previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile.

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

## 2. Natura e limiti dell'incarico

Il presente documento ha il fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di Masi Agricola il parere previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del loro Esperto in merito al valore economico della Società, per determinare il valore di liquidazione delle azioni ordinarie, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

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

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci nell'ipotesi in cui si proceda alle suesposte modifiche statutarie.

## 3. Documentazione utilizzata

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

- la "Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione sul valore di liquidazione delle azioni della Masi Agricola S.p.A. in caso di recesso" predisposta dagli Amministratori e datata 16 febbraio 2024 per l'Assemblea straordinaria degli Azionisti e contenente le valutazioni effettuate dagli Amministratori con riguardo alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Masi Agricola (di seguito anche la "Relazione degli Amministratori");
- il "Parere in merito alla stima del valore di liquidazione in caso di recesso di Masi Agricola S.p.A." redatto dall'Esperto in data 22 gennaio 2024;
- i bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2022 di Masi Agricola, corredati della relazione del Consiglio di Amministrazione sulla gestione, da noi assoggettati a revisione contabile sui quali abbiamo emesso le nostre relazioni in data 5 aprile 2023;
- la relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2023 da noi assoggettata a revisione contabile limitata sulla quale abbiamo emesso la nostra relazione in data 4 agosto 2023;
- il comunicato stampa riepilogativo dei risultati consolidati al 30 settembre 2023;

- i verbali del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dell'Assemblea intercorsi nell'esercizio 2023 e 2024 fino all'emissione del nostro parere;
- il piano industriale e finanziario con orizzonte temporale 2023-2027 elaborato dal *management* e approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 10 marzo 2023, come rivisto dal *management* della Società nel mese di novembre 2023 a seguito dell'andamento registrato in corso d'anno (il "Piano Industriale e Finanziario");
- le risultanze dell'impairment test per i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2022;
- lo statuto societario (lo "Statuto") vigente di Masi Agricola;
- l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Masi Agricola;
- le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti in settori comparabili e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- ulteriori informazioni contabili ed extra contabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentante legale della Società in data 16 febbraio 2024, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

#### 4. Metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori e relativi risultati

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Società hanno incaricato l'Esperto di procedere alla determinazione del valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, del valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile.

Pertanto, nel prosieguo di questo paragrafo si farà riferimento alla Valutazione dell'Esperto datata 22 gennaio 2024, fatta propria dal Consiglio di Amministrazione della Società.

##### 4.1. Metodologie adottate

L'Esperto, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione, ha ritenuto di adottare, per le finalità di cui all'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, le seguenti metodologie valutative:

- (i) il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* ("DCF").  
Tale metodologia stima l'*Enterprise Value* della Società considerando (i) i flussi di cassa operativi previsionali, attualizzati al costo medio ponderato del capitale, (ii) il valore terminale ("*Terminal Value*") attualizzato al costo medio ponderato del capitale (iii) e il valore dei surplus assets attualizzati al costo medio ponderato del capitale.  
Il criterio è stato applicato considerando il Piano Industriale e Finanziario per il periodo 2023 -2027 sulla base delle proiezioni consolidate elaborate dal management approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 10 marzo 2023, così come aggiornate nel mese di novembre 2023 per riflettere l'andamento registrato nel corso dell'esercizio.  
In particolare, tale criterio si basa sull'ipotesi che il valore di un'attività economica sia pari al valore attuale dei flussi di cassa generati in futuro dalla stessa. Il valore del capitale economico ("*Equity Value*") di un'attività economica è pertanto pari alla somma (i) del valore dei flussi di cassa attesi attualizzati alla data di riferimento della Valutazione, (ii) di

un valore terminale attualizzato alla data di riferimento della Valutazione e (iii) il valore di mercato di eventuali *surplus assets* attualizzati alla data di Valutazione, i cui benefici non sono ricompresi nel valore del capitale economico, al netto (iv) della stima dell'indebitamento finanziario netto alla data di riferimento predisposta dagli Amministratori e (v) il valore degli interessi di terzi (c.d. *minorities*).

La stima del valore terminale è stata condotta mediante l'individuazione di un flusso di cassa normalizzato per il periodo successivo a quello dell'arco temporale di previsione esplicita del piano economico finanziario, adottando un'ipotesi di crescita di lungo periodo (c.d. *g rate*) in linea con le attese sull'inflazione per i principali mercati di operatività della Società; inoltre sono stati sviluppati due scenari, assumendo l'EBITDA di lungo termine pari alla media dell'EBITDA atteso negli esercizi 2026- 2027 nel primo scenario oppure pari all'EBITDA atteso nel 2027 nel secondo scenario.

(ii) il metodo delle Quotazioni di Borsa.

Tale metodo stima l'*Equity Value* della Società sulla base dell'analisi statistica dei prezzi registrati sul mercato di riferimento del titolo su un orizzonte temporale ritenuto rappresentativo in termini di attualità in relazione alla realtà analizzata.

Al fine di effettuare un controllo sulle risultanze della stima del valore di recesso ottenuto attraverso il metodo delle Quotazioni di Borsa, è stato impiegato il metodo dei multipli. Tale metodo individua l'*Equity Value* di un'azienda sulla base dell'applicazione di coefficienti moltiplicatori alle grandezze fondamentali dell'azienda da valutare. Il multiplo considerato risulta rappresentato dal rapporto tra l'*Enterprise Value* ed i ricavi (EV/Sales).

Il comma 3 dell'art. 2437-ter del Codice Civile, stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni quotate nei mercati regolamentati è definito sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso, salvo che lo statuto preveda che le modalità di determinazione del valore delle azioni siano quelle di cui ai commi 2 e 4 del medesimo articolo.

Sul punto, gli Amministratori segnalano, in via preliminare, che le azioni di Masi sono negoziate su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., con la conseguenza che le azioni della Società non sono quotate su un mercato regolamentato e che, pertanto, non trova applicazione quanto previsto dal suddetto comma 3 dell'art. 2437-ter, Codice Civile.

Inoltre, si evidenzia che lo Statuto sociale della Società non prevede criteri specifici di determinazione del valore di liquidazione, facoltà prevista dall'articolo 2437-ter, comma 4, del Codice Civile.

Infine, nel processo di determinazione del valore di riferimento delle azioni ai fini del recesso l'Esperto ha ritenuto opportuno non ricorrere (i) a criteri patrimoniali o basati sul costo, tenuto conto dell'incapacità di tali metodi di cogliere la dinamicità del *business*, coerentemente con gli orientamenti consolidati della dottrina per imprese operanti nel settore di riferimento, e (ii) a parametri forniti dal *consensus* degli analisti, in quanto il titolo Masi Agricola è seguito da una sola casa di investimento e conseguentemente tale indicazione non può assicurare a metrica utile ai fini di un valore di recesso, se non a titolo di mera informazione di supporto alle decisioni dell'organo amministrativo.

Il Consiglio di Amministrazione della Società ha ritenuto le metodologie impiegate rispondenti ai requisiti dell'art. 2437-ter.

## 4.2. Risultati cui pervengono gli Amministratori

L'applicazione delle metodologie sopra menzionate ha portato l'Esperto ad individuare il valore del capitale economico della Società, come sotto riportato:

- a) Metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* ("DCF"): da Euro 119,6 milioni a Euro 146,9 milioni;
- b) Metodo delle Quotazioni di Borsa: da Euro 141,1 milioni a Euro 158,9 milioni. La stima del valore di recesso ottenuto attraverso il metodo delle quotazioni di Borsa è stata verificata applicando, quale metodo di controllo, il metodo dei multipli di Borsa, attraverso cui l'Esperto ha stimato un valore del capitale economico della Società alla data di riferimento compreso tra Euro 136,2 milioni ed Euro 141,3 milioni.

Dai valori precedentemente esposti l'Esperto ha proceduto a sintetizzare gli intervalli di valore ritenuti idonei a rappresentare una stima del valore di recesso della Masi Agricola tenendo in considerazione che i metodi prescelti dall'Esperto sono stati il Metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* e il Metodo delle Quotazioni di Borsa mentre il metodo dei multipli è stato adottato quale metodo di controllo.

Le analisi svolte dall'Esperto hanno dunque condotto all'individuazione di un intervallo di valori comuni derivanti dall'applicazione del criterio basato sui fondamentali prospettici (DCF) e del criterio basato sui valori di mercato (quotazioni di Borsa). Sulla base della sovrapposizione degli intervalli determinati con i predetti metodi, l'Esperto ha pertanto determinato il valore del capitale economico di Masi Agricola nel valore medio dell'intervallo risultante dalla predetta sovrapposizione (tra Euro 141,1 milioni ed Euro 146,9 milioni) e pertanto in un importo pari a Euro 144,0 milioni.

Gli Amministratori, sulla base dei valori risultanti dalle metodologie sopra descritte, hanno determinato il prezzo di liquidazione delle azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso considerando il numero delle azioni in circolazione pari a 32.151.156 azioni, fermo restando che l'importo complessivo di liquidazione a carico della Società e in favore degli Azionisti che abbiano esercitato il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 Codice Civile non sia superiore a Euro 200 migliaia (l'"Esborso Massimo", come più ampiamente descritto nella Relazione degli Amministratori).

## 4.3. Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori

Sulla base delle valutazioni esposte nel precedente paragrafo, gli Amministratori hanno determinato che il valore della Società in caso di recesso, tenuto conto di quanto disposto dall'articolo 2437-ter del Codice Civile, tenuto conto dell'articolo 28 dello Statuto, tenuto conto dei contenuti della Valutazione che il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di far propri, tenuto conto dei risultati in corso e del contesto di mercato alla data di valutazione del valore della Società in caso di recesso, possa collocarsi fra Euro 141,1 milioni e Euro 146,9 milioni, con un valore di riferimento intermedio pari a Euro 144,0 milioni, ottenuto con i metodi descritti nel precedente paragrafo 4.1.

Il valore di riferimento individuato dagli Amministratori in occasione della deliberazione del Consiglio di Amministrazione del 16 febbraio 2024 per ciascuna delle n. 32.151.156 azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso, risulta pertanto pari ad Euro 4,48 per azione.

## 4.4. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nell'effettuare le proprie valutazioni, gli Amministratori, che hanno fatto proprie le conclusioni e le considerazioni individuate dall'Esperto nell'ambito della Valutazione, hanno individuato limiti nell'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa connessi alla limitata significatività dei prezzi del titolo di Masi Agricola, in ragione della ridotta liquidità del titolo congiuntamente al ridotto flottante ed all'esiguo numero di scambi. L'applicazione del metodo di controllo dei multipli di Borsa ha evidenziato,

a sua volta, difficoltà derivanti da una limitata disponibilità di società quotate comparabili per *business model* ed aree geografiche di operatività nonché dalla elevata dispersione dei risultati ottenuti attraverso l'utilizzo di differenti moltiplicatori.

Inoltre, gli Amministratori hanno individuato difficoltà di valutazione in merito alla aleatorietà delle previsioni economico-finanziarie considerate nell'applicazione del metodo DCF con riferimento sia ai profili di incertezza legati al settore di riferimento (variabili esogene), sia alle attese di volumi e marginalità specifici per Masi Agricola (variabili endogene).

Infine, gli Amministratori rilevano che il Piano Industriale e Finanziario utilizzato dall'Esperto nell'applicazione del metodo DCF non include gli effetti economici e patrimoniali attesi dall'acquisizione della Società Agricola Casa Re S.r.l. il cui corrispettivo pari ad Euro 1,1 milioni è stato corrisposto in data 18 gennaio 2024. Come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, gli stessi ritengono ragionevole ipotizzare che il corrispettivo corrisposto rappresenti il *fair value* delle attività nette acquisite e pertanto l'esclusione di tale recente acquisizione non determini distorsioni ai fini della determinazione del valore di liquidazione dell'azione della Società.

## 5. Lavoro svolto

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

- esame della Relazione degli Amministratori datata 16 febbraio 2024 che espone i criteri di valutazione adottati, le difficoltà incontrate nel processo valutativo e la determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società ai fini dell'esercizio del diritto di recesso;
- esame della Valutazione redatta dall'Esperto datata 22 gennaio 2024 che espone i criteri di valutazione adottati, le difficoltà incontrate nel processo valutativo e la determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società ai fini dell'esercizio del diritto di recesso;
- esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori e dall'Esperto e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni;
- verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dagli Amministratori e dall'Esperto in ordine alla scelta dei suddetti metodi;
- verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la documentazione utilizzata e precedentemente descritta nel paragrafo 3;
- verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dagli Amministratori e dall'Esperto nell'ambito del processo valutativo;
- scambio di informazioni ed approfondimenti con l'Esperto incaricato dalla Società e la Direzione di Masi Agricola in merito alle metodologie utilizzate nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni nel caso esercizio del diritto di recesso;
- verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione;
- scambio di informazioni con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile;
- scambio di informazioni con la Direzione di Masi Agricola al fine di analizzare l'eventuale esistenza di eventi occorsi fino alla data della presente relazione, tra cui l'acquisizione della Società Agricola Casa Re S.r.l. il cui corrispettivo pari ad Euro 1,1 milioni è stato corrisposto in data 18 gennaio 2024, che avrebbero potuto incidere sulla determinazione del valore di

- liquidazione della Società in caso di esercizio del diritto di recesso;
- ottenimento di attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Masi Agricola, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e che non sono intervenuti eventi che possano comportare significative variazioni dei parametri assunti ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società.

Come ricordato, i bilanci d'esercizio e consolidato della Società per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2022, corredati delle relazioni del Consiglio di Amministrazione, sono stati da noi assoggettati a revisione contabile sui quali abbiamo emesso le nostre relazioni in data 5 aprile 2023.

La relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2023 redatte secondo principi contabili internazionali (IFRS) di Masi Agricola, è stata da noi assoggettata a revisione contabile limitata sulla quale abbiamo emesso la nostra relazione in data 4 agosto 2023.

Non abbiamo altresì effettuato analisi, e non esprimiamo alcun giudizio, con riferimento alle informazioni finanziarie prospettiche per gli esercizi dal 2023 al 2027 incluse nel Piano Industriale e Finanziario.

Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2022 e della relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2023 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

## 6. Commenti sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori

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

Come ricordato, l'applicazione delle metodologie adottate dall'Esperto e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione ha condotto quest'ultimo a definire un *Enterprise Value* pari a Euro 144,0 milioni corrispondente ad un valore intermedio nell'intervallo determinato applicando il metodo del DCF e il metodo delle Quotazioni di Borsa.

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

- la scelta delle metodologie appare in linea con la prassi e la tecnica professionale italiana ed internazionale, essendo queste generalmente accettate dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione;
- in particolare, il metodo del *Discounted Cash Flow* è in grado di sintetizzare le dinamiche reddituali e il profilo patrimoniale della Società, facendo leva sui flussi di cassa attesi: infatti, le attività svolte dalla Società si caratterizzano per aspetti di natura economico-patrimoniale che

assumono rilevanza a fini valutativi. Le dinamiche del fatturato, dei costi operativi, delle poste di capitale circolante e degli investimenti determinano quella che è la situazione prospettica della Società e quindi il suo *Enterprise Value*;

- il multiplo *Enterprise Value* su ricavi è tra i metodi utilizzati all'interno di quelli previsti dalla metodologia dei multipli di transazione, e nel caso di specie è stato individuato dall'Esperto come indicatore più adeguato ai fini della stima del Valore di Recesso tenuto conto che (i) l'analisi di regressione ha riscontrato, nello specifico, una correlazione statistica maggiormente significativa tra le marginalità (*EBITDA/Sales*) delle aziende comparabili riscontrate dal *consensus* degli analisti finanziari di fonte Bloomberg, e il multiplo *EV/Sales*, rispetto agli altri moltiplicatori analizzati e (ii) l'applicazione degli altri moltiplicatori comunemente utilizzati nella prassi valutativa, rappresentati dai rapporti tra *enterprise value* e *earning before interest taxes depreciation and amortization* (*EV/EBITDA*), *enterprise value* e reddito operativo (*EV/EBIT*), prezzo del titolo e utile netto per azione (*P/E*), conduce a una valorizzazione della Società ampiamente inferiore;
- come disciplinato dall'art 2437 ter del c.c. comma 2-4, il valore di liquidazione delle azioni deve essere determinato tenendo conto della consistenza patrimoniale della Società e delle sue prospettive reddituali, nonché del valore di mercato delle azioni. Secondo il comma 4 dello stesso articolo, lo statuto sociale può prevedere un diverso criterio di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi di rettifica rispetto ai valori di bilancio. Nella fattispecie, i metodi valutativi adottati appaiono adeguati in considerazione anche del rimando al dettato normativo contenuto nello Statuto.

In conclusione, considerato quanto precedentemente riportato, riteniamo ragionevole l'impostazione adottata dagli Amministratori che hanno ritenuto congrua la metodologia adottata ai fini della valutazione della Società attraverso un processo che ha tenuto in considerazione gli aspetti reddituali patrimoniali e finanziari.

## 7. Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico

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

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato i dati, i documenti e le informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato, perché estranee all'ambito del nostro incarico, una valutazione economica della Società né valutazioni di natura legale circa i presupposti, le modalità e le tempistiche dell'esercizio del diritto di recesso, né degli atti posti in essere dagli Amministratori e dagli organi amministrativi e societari in relazione all'operazione.

Gli esiti e i valori cui è pervenuto l'Esperto nella Valutazione, le cui conclusioni sono state fatte proprie dagli Amministratori, sono da ritenersi validi limitatamente allo scopo dichiarato ed alla data di riferimento della valutazione, e non è possibile utilizzare tali risultanze per scopi ed obiettivi diversi da quelli espressi. Le conclusioni ivi manifestate sono infatti basate sul complesso delle indicazioni del Codice Civile e dello Statuto societario per l'operazione in oggetto. Conseguentemente, anche le considerazioni e le conclusioni contenute nella presente relazione sono espresse per le finalità e nei limiti di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile e non possono essere utilizzate per altri fini, non esprimendo in alcun modo una valutazione in termini assoluti della Società, né un prezzo di cessione o di collocamento della stessa.

Come descritto in precedenza, le stime effettuate dall'Esperto e fatte proprie dagli Amministratori, sono state determinate anche attraverso l'utilizzo di dati previsionali tratti dalle proiezioni economico-finanziarie, che si basano su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese da parte degli Amministratori, che includono, tra le altre, assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli Amministratori che non necessariamente si verificheranno ed eventi e azioni sui quali gli Amministratori e il *management* non possono influire o possono, solo in parte, influire. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche utilizzate. Abbiamo presupposto che tali stime siano state preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili in relazione ai futuri risultati finanziari ed alle condizioni economiche delle stesse; esula pertanto dal tale incarico l'analisi delle assunzioni utilizzate dagli Amministratori per lo sviluppo del Piano Industriale e Finanziario.

Inoltre, il piano economico finanziario utilizzato dall'Esperto nell'applicazione del metodo DCF non include gli effetti economici e patrimoniali attesi dall'acquisizione della Società Agricola Casa Re S.r.l. il cui corrispettivo pari ad Euro 1,1 milioni è stato corrisposto in data 18 gennaio 2024. Come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, gli stessi ritengono ragionevole ipotizzare che il corrispettivo corrisposto rappresenti il *fair value* delle attività nette acquisite e pertanto l'esclusione di tale recente acquisizione non determini distorsioni ai fini della determinazione del valore di liquidazione dell'azione della Società.

Come più ampiamente descritto nel comunicato stampa della Società del 21 giugno 2023, Masi Agricola ha ricevuto notifica di un atto di citazione da parte dell'azionista Red Circle Investment S.r.l. contenente la richiesta al Tribunale di Venezia di: (i) accertare e dichiarare la nullità o comunque l'invalidità della delibera assunta dall'assemblea ordinaria dei soci di Masi Agricola in data 21 aprile 2023 di approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2022; e (ii) accertare e dichiarare che il bilancio consolidato di Masi Agricola S.p.A. al 31 dicembre 2022 non è conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione. Come evidenziato nel sopracitato comunicato stampa, gli Amministratori di Masi Agricola ritengono infondata tale azione legale.

I successivi comunicati stampa della Società del 21 luglio 2023, 4 agosto 2023 e 12 dicembre 2023 indicano la successiva revoca di alcuni amministratori per violazione del divieto di concorrenza e le notifiche di atti di citazione presso il Tribunale di Venezia rivolte all'annullamento delle deliberazioni di revoca sopracitate assunte dall'Assemblea degli Azionisti del 21 luglio 2023 ed il risarcimento degli eventuali danni. Alla data del presente Parere tali procedimenti risultano in corso.

Inoltre, non abbiamo assoggettato a revisione contabile né a revisione contabile limitata alcuna situazione economica, patrimoniale e finanziaria consolidata successiva al 30 giugno 2023.

Altresì, si rileva che il nostro parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile e, in quanto basata su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione dei dati prospettici.

Infine, il criterio previsto dal comma 3 dell'art. 2437-ter che stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni quotate nei mercati regolamentati è definito sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti, non trova diretta applicazione esclusiva in quanto Masi Agricola è

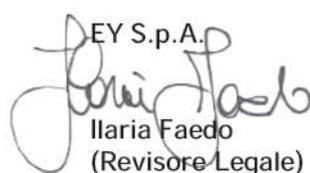
quotata su un mercato non regolamentato. L'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa presenta una limitata significatività dei prezzi del titolo di Masi Agricola, in ragione della ridotta liquidità del titolo congiuntamente al ridotto flottante ed all'esiguo numero di scambi. L'applicazione del metodo di controllo dei multipli di Borsa ha evidenziato, a sua volta, difficoltà derivanti da una limitata disponibilità di società quotate comparabili per *business model* ed aree geografiche di operatività nonché dalla elevata dispersione dei risultati ottenuti attraverso l'utilizzo di differenti moltiplicatori.

## 8. Conclusioni

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

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

Verona, 16 febbraio 2024

EY S.p.A.  
  
Ilaria Faedo  
(Revisore Legale)