



Growens 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 Growens S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

1.1 Premessa

Il Consiglio di Amministrazione di Growens S.p.A. (di seguito, anche "Growens" o la "Società"), nella seduta consiliare del 2 febbraio 2023, intende convocare l'Assemblea degli Azionisti in sede ordinaria e straordinaria in data 9 marzo 2023, al fine di sottoporre talune modifiche allo statuto sociale di Growens S.p.A. volte all'ampliamento del suo oggetto sociale al fine di ricomprendere specificatamente tra le attività caratteristiche della stessa (e non più solo in via del tutto strumentale) anche l'attività di "assunzione e gestione di partecipazioni a scopo di investimento".

Come riportato nella bozza di Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione (di seguito anche solo la "Relazione Illustrativa") l'attività di "assunzione e gestione di partecipazioni a scopo di investimento" ha l'obiettivo altresì di rendere maggiormente chiara l'identità della Società di c.d. "holding mista" in grado, dunque, di svolgere sia attività propriamente di holding sia attività operativa in alcuni settori specifici ed in sostanziale continuità con il passato.

Ad avviso del Consiglio di Amministrazione le modifiche statutarie sottoposte all'Assemblea Straordinaria in relazione alla variazione dell'oggetto sociale comportano un cambiamento significativo dell'attività della Società. Pertanto, ove approvate, attribuiscono agli azionisti che non concorrano all'assunzione della deliberazione il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437, co. 1, lett. a), del codice civile.

In pari data, il Consiglio di Amministrazione della Società intende approvare l'operazione di cessione di (i) una partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale di Contactlab S.p.A. e (ii) una partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale di Acumbamail S.L. a Teamsystem S.p.A. (l'"Operazione"). Il perfezionamento della cessione delle partecipazioni è subordinato, tra le altre cose, al conferimento in Contactlab - da eseguirsi nell'ambito di un aumento di capitale sociale in natura (l'"Aumento di Capitale") - del ramo d'azienda di Growens relativo alla business unit "MailUp" organizzato per l'esercizio delle seguenti attività (il "Ramo"): (i) l'attività di Email Service Provider; (ii) l'attività di sviluppo, manutenzione e vendita di un software per il marketing, applicazioni di messaggistica attraverso modalità SaaS (Software-as-a-Service) che consente agli utenti di (a) creare e consegnare email e SMS e altre tipologie di messaggi, e (b) controllare i relativi report e rapporti di mailing; nonché (iii) l'attività di fornitura di servizi professionali e di consulenza relativi alle suddette applicazioni (il "Conferimento" e, unitamente alla cessione delle Partecipazioni, l'"Operazione"). Il Ramo comprenderà altresì la partecipazione totalitaria detenuta da Growens nella sub-holding danese MailUp Nordics A/S ("Nordics") in uno con la controllata operativa danese Globase International ApS (a sua volta totalitariamente detenuta da Nordics - "Globase").".

In considerazione della correlazione tra l'Operazione e la modifica dell'oggetto sociale volta all'introduzione dell'attività tipica di holding di partecipazioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene di subordinare le modifiche statutarie proposte al perfezionamento dell'Operazione e, più in particolare, alla cessione della totalità delle Partecipazioni Contactlab (ivi incluse, per chiarezza, quelle rivenienti dall'Aumento di Capitale) e della totalità delle ulteriori Partecipazioni (la "Condizione Sospensiva"), entro e non oltre il 30 settembre 2023.

Come riportato nella bozza di Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile sul Valore di Liquidazione delle azioni di Growens S.p.A. in caso di recesso la condizione sospensiva potrà eventualmente essere oggetto di rinuncia da parte del Consiglio di Amministrazione della Società entro 30 (trenta) giorni dalla verifica del mancato avveramento della condizione, in considerazione dell'interesse della Società al perseguimento delle modifiche statutarie stesse.

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.

BDO Italia S.p.A., quale soggetto incaricato, ai sensi e per gli effetti del D. Lgs. n. 39/2010, della revisione legale del bilancio di esercizio e consolidato della Società, è chiamata ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma del Codice Civile a predisporre il parere sul Valore di Liquidazione delle azioni dei soggetti che eserciteranno il diritto di recesso.

All'esito dell'ottenimento e dell'analisi della documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico, inclusa la bozza di Relazione Illustrativa nonché il parere dell'advisor indipendente CFO SIM S.p.A. che ha emesso un apposito parere valutativo sul Valore di Liquidazione in data 2 febbraio 2023, abbiamo emesso il presente parere al fine di poter consentire al Consiglio di Amministrazione 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 sul Valore di Liquidazione delle azioni determinato dal Consiglio di Amministrazione.

2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha il fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di Growens S.p.A. il parere previsto dall'art. 2437 ter del Codice Civile, in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per determinare il Valore di Liquidazione delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

Il presente documento illustra il metodo seguito dal Consiglio di Amministrazione della Società, unitamente alle eventuali difficoltà da questi 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 di Growens S.p.A.. Inoltre, non rientra nello scopo dell'incarico alcuna analisi economica, o di fattibilità tecnico-giuridica, o l'espressione di alcun giudizio sull'esborso massimo del recesso, che compete agli Amministratori della Società.

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 bozza di Relazione Illustrativa degli Amministratori contenente le valutazioni effettuate con riguardo alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni della Società in caso di esercizio del diritto di recesso;
- i prospetti di calcolo relativi alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni della Società prodotti dall'advisor indipendente CFO SIM S.p.A.;
- il parere valutativo sul Valore di Liquidazione delle azioni ordinarie della Società emesso da CFO SIM S.p.A., advisor indipendente della Società, in data 2 febbraio 2023;
- le ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari sulla Società;
- la bozza della relazione del Collegio Sindacale in merito all'operazione;
- lo statuto della Società;
- i bilanci d'esercizio e consolidato chiusi al 31 dicembre 2021 e al 31 dicembre 2020 e le relative relazioni di revisione contabile;
- la relazione semestrale consolidata chiusa al 30 giugno 2022;
- altri dati ed informazioni verbali di carattere gestionale e finanziario rilevanti ai fini dell'espletamento dell'incarico comunicateci nel corso degli incontri intervenuti.

In data odierna, abbiamo ottenuto una lettera di attestazione firmata dagli Amministratori di Growens S.p.A., relativamente al fatto che i dati e le informazioni messe a disposizione nello svolgimento del nostro incarico fossero accurate e complete 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 proceduto alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437 ter, secondo comma del Codice Civile.

4.1. Metodologia adottata

Growens S.p.A. è una Società le cui azioni sono negoziate su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Gli Amministratori, nella loro Relazione, fanno notare come, da un punto di vista tecnico, Euronext Growth Milan non sia un mercato regolamentato e, quindi, non trovi diretta applicazione quanto previsto all'art. 2437-ter, comma 3 del Codice Civile.

Gli Amministratori rilevano inoltre, nella Relazione Illustrativa, che il vigente 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. Tuttavia, avendo riguardo ai criteri dettati dall'art. 2437-ter, co. 2, del Codice Civile, ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione e nell'ambito della discrezionalità valutativa consentita dal legislatore, gli Amministratori hanno ritenuto che il miglior indicatore per la stima del Valore di Liquidazione sia il metodo di mercato.

Ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni della società, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di avvalersi del supporto di un advisor indipendente, individuato nella società CFO SIM S.p.A. (di seguito anche solo "CFO"), il quale ha rilasciato, in data 2 febbraio 2023, un apposito parere valutativo a tal fine.

Le valutazioni effettuate da CFO sono state condotte in ottica c.d. stand alone, ossia in ipotesi di autonomia operativa della Società ed ignorando l'impatto di eventuali costi straordinari derivanti dall'Operazione ovvero gli impatti fiscali, contabili, finanziari e/o operativi dell'Operazione sul gruppo Growens, così come dei benefici attesi delle decisioni che comportano il diritto di recesso. L'analisi è stata inoltre condotta considerando la Società in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione.

Avuto riguardo ai criteri di cui all'art. 2437-ter, co. 1, del codice civile e alle indicazioni suggerite dai "Principi Italiani di Valutazione", CFO ha provveduto a determinare il valore di liquidazione delle azioni della Società secondo il metodo patrimoniale, il metodo reddituale e il metodo di mercato e ha svolto le seguenti considerazioni:

- **Metodo patrimoniale:** sulla base del metodo del patrimonio netto (che presuppone che il valore dell'azienda corrisponda al valore del patrimonio netto contabile al netto delle rettifiche di valore dei beni che compongono il patrimonio aziendale, del relativo effetto fiscale e dei beni immateriali d'impresa, formati internamente e non rappresentati in bilancio (c.d. intangible asset)), CFO ha ritenuto che, seppur in assenza di rettifiche e valutazioni analitiche degli intangible asset e senza che sia stata predisposta una situazione patrimoniale a data recente, il valore unitario di liquidazione delle azioni di Growens sia pari a Euro 1,16. Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche della Società, della composizione dei suoi asset, delle potenzialità di crescita non pienamente espresse dagli attuali valori patrimoniali, CFO ha ritenuto che tale metodo non sia rappresentativo del reale valore delle azioni e, al contrario, lo sottostimi considerevolmente.
- **Metodo reddituale:** CFO ha ritenuto di applicare, in luogo di un metodo reddituale "classico" (basato essenzialmente sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo e maggiormente adeguato nelle situazioni aziendali stabilizzate), il metodo "Discounted Cash Flow - DCF" in quanto maggiormente in grado di tenere conto dei risultati variabili nel tempo e di mettere in risalto ulteriori profili di analisi, quali, ad esempio, variazioni consistenti di capitale circolante. L'applicazione di tale metodo è stata effettuata basandosi sul consensus delle Equity Research e non su un piano economico-finanziario aggiornato della Società, in considerazione dell'attuale situazione di incertezza macroeconomica e, dunque, i risultati ottenuti, ad avviso di CFO, sono da considerarsi

indicativi e forniti a solo scopo di riscontro valutativo. Tenuto conto di quanto precede, attraverso l'applicazione del metodo DCF, CFO ha determinato il valore di liquidazione delle azioni nell'intervallo di Euro 4,34 ed Euro 4,62 per azione.

- **Metodo di mercato:** il metodo di mercato presuppone che il prezzo medio di mercato delle azioni rappresenti un indicatore significativo ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle medesime. Al riguardo, CFO rileva che, nonostante le azioni della Società siano ammesse alle negoziazioni su Euronext Growth Milan (e non su un mercato regolamentato) l'andamento del corso azionario del titolo registrato nel corso degli ultimi 6 mesi appare sufficiente a garantire che il prezzo delle azioni rifletta l'andamento gestionale e finanziario del gruppo Growens e, pertanto, il valore di liquidazione delle medesime. L'orizzonte temporale di 6 mesi appare, ad avviso di CFO, sufficientemente ampio per assorbire le informazioni e gli eventi rilevanti sulla Società e sul contesto macroeconomico. Alla luce di ciò, CFO ritiene che non ci siano elementi tali per discostarsi dalla metodologia indicata dall'art. 2437-ter, co. 3, del codice civile, nonostante detta disposizione non trovi diretta applicazione. Pertanto, secondo quanto ritenuto da CFO, la media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni della Società nei 6 mesi precedenti la data di convocazione dell'assemblea rappresenta il migliore indicatore per la stima del valore di liquidazione delle azioni della medesima. Tale metodo evidenzia un valore pari ad Euro 4,39 per azione.

Il Consiglio di Amministrazione, analizzato il parere valutativo predisposto da CFO, ha ritenuto di condividerlo e farne proprie le valutazioni e le conclusioni.

4.2. Risultati cui pervengono gli Amministratori

Sulla base della metodologia sopra menzionata e delle considerazioni svolte, gli Amministratori ritengono di poter individuare un Valore di Liquidazione delle azioni pari ad Euro 4,39 per azione ai fini dell'esercizio del diritto di recesso.

Relativamente al riferimento alla consistenza patrimoniale di Growens S.p.A., così come richiamato dall'art. 2437-ter, comma 3, Codice Civile, gli Amministratori segnalano che l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, pur nella oggettività dei dati contabili da cui deriva, è tuttavia un criterio di valorizzazione non completamente idoneo a cogliere il valore del complesso aziendale nel suo potenziale di generare utili e valore per gli azionisti e, peraltro, potrebbe risultare poco affidabile in quanto potrebbe portare ad una sottostima del valore delle azioni.

4.3. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori non hanno ravvisato difficoltà particolari nel processo di determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni e si sono avvalsi del parere rilasciato dall'advisor indipendente CFO SIM S.p.A. sopra citato.

5. LAVORO SVOLTO

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

- effettuato una lettura critica della bozza di Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile e del parere valutativo di CFO sul Valore di Liquidazione delle azioni di Growens S.p.A. in caso di recesso, emesso nella versione definitiva in data 2 febbraio 2023 e delle precedenti bozze messe a nostra disposizione;
- esame critico dell'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni e raccolta di elementi sul fatto che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;
- verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dagli Amministratori della Società in ordine alla scelta della metodologia applicata;
- verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dagli Amministratori in applicazione dei metodi adottati nell'ambito del processo valutativo;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti di riferimento ritenute più

opportune nelle circostanze e con la documentazione utilizzata e precedentemente descritta nel paragrafo 3;

- discussioni e approfondimenti con la Direzione di Growens S.p.A. in merito al lavoro da loro svolto per l'individuazione della metodologia di determinazione del valore economico della Società e conseguentemente del diritto di recesso, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- discussione con il Collegio Sindacale di Growens S.p.A. in merito alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile;
- confronto del Valore di Liquidazione determinato dagli Amministratori con il criterio sopra illustrato con il valore teorico delle azioni determinato sulla base del valore del patrimonio netto al 31 dicembre 2021 e al 30 giugno 2022;

I bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2021 e la relazione semestrale consolidata di Growens S.p.A. al 30 giugno 2022 sono stati da noi a suo tempo assoggettati a revisione contabile rispettivamente completa e limitata.

Abbiamo altresì raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2021 e della relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2022 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

Abbiamo infine ottenuto specifiche ed espresse attestazioni, che, per quanto a conoscenza del Consiglio di Amministrazione e della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare la valutazione espressa dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni ai fini del diritto di recesso.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per le finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1.

6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo adottato dal Consiglio di Amministrazione ha avuto quale scopo la stima del Valore di Liquidazione delle azioni, in linea con il disposto dell'articolo 2437-ter del Codice Civile. Di conseguenza, il valore riferito alla Società dal Consiglio di Amministrazione non può essere utilizzato per finalità diverse.

Come indicato nella Relazione Illustrativa degli Amministratori, il Valore di Liquidazione delle azioni è stato definito in Euro 4,39 per azione.

Le nostre principali considerazioni sul criterio adottato dagli Amministratori sono le seguenti:

- le azioni di Growens S.p.A. sono ammesse alle negoziazioni su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., che, come indicato dagli Amministratori, non è formalmente un mercato regolamentato e pertanto non trovano diretta applicazione le disposizioni dell'art. 2437-ter, terzo comma del Codice Civile, che specifica che *“il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione, ovvero ricezione, dell'avviso di convocazione dell'Assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso”*. Gli Amministratori hanno ritenuto ragionevole, al fine dell'individuazione del valore di liquidazione delle azioni, fare riferimento al valore di mercato delle azioni di Growens S.p.A, così come da quotazione su Euronext Growth Milan sulla base di un arco temporale che possa esprimere il valore economico della Società in maniera congrua e aggiornata alla data del 2 febbraio 2023.
- gli Amministratori evidenziano come il titolo della Società mostri, nel semestre preso in considerazione per le analisi (1 agosto 2022 - 1 febbraio 2023 compreso) un andamento apprezzabile, sia in termini di contratti conclusi sia in termini di controvalore;
- con riguardo all'ampiezza temporale dell'intervallo dei prezzi di Borsa utilizzati dagli Amministratori come base per il calcolo della media, evidenziamo quanto segue:

- la scelta degli Amministratori di un periodo di osservazione di sei mesi anteriore rispetto alla data del Consiglio di Amministrazione che approva la Relazione Illustrativa può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore attuale di mercato delle azioni della Società, incorporando, altresì, il mutato (e più incerto) scenario macroeconomico che si è riverberato, in modo rilevante, sui mercati finanziari come sopra citato;
- l'utilizzo del calcolo di una media di medio termine, non considerando, pertanto, valori puntuali o medie di brevissimo termine, permette, altresì, di mitigare dalle risultanze del calcolo la possibile distorsione dovuta all'elevata volatilità dei corsi azionari;
- l'inclusione nel calcolo di medie a maggiore orizzonte temporale rispetto a quello individuato dagli Amministratori, quali, ad esempio, il periodo di un anno, potrebbe comportare la criticità di considerare valori e informazioni non sufficientemente aggiornate, derivanti da un contesto economico e finanziario, sia nazionale che internazionale, non più attuale, a causa, in particolare, del già citato effetto dell'attuale contesto macroeconomico legato al conflitto russo/ucraino.

7. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

Fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 6, nello svolgimento del nostro incarico non abbiamo incontrato difficoltà o limitazioni specifiche.

8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente parere, e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni in Growens S.p.A., e conseguentemente del diritto di recesso, non sia, limitatamente ai fini per il quale è stato applicato, adeguato in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario e che non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni medesime.

Il presente parere è indirizzato al Consiglio d'Amministrazione di Growens S.p.A. ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile.

Non assumiamo la responsabilità di aggiornare il presente parere per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

Milano, 2 febbraio 2023

BDO Italia S.p.A.

Manuel Coppola
Socio