

Documento informativo

della società

E.P.H. S.p.A.

ai sensi dell'art. 5 del regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n° 17221/2010 ed in conformità all'Allegato 4 al predetto regolamento

Approvato in data 27 marzo 2026

Indice

I	Premessa	1
II	Avvertenza sui rischi connessi ai potenziali conflitti d'interessi relativi all'Aumento di Capitale	2
III	Informazioni relative all'Aumento di Capitale	3
III.1.	Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Aumento di Capitale	3
III.2.	Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione di Aumento di Capitale è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Aumento di Capitale	4
III.3.	Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per EPH dell'Aumento di Capitale	4
III.4.	Modalità di determinazione del Prezzo di Emissione e valutazione circa la sua congruità	4
III.5.	Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Aumento di Capitale	6
III.6.	Incidenza dell'Aumento di Capitale sugli emolumenti dei componenti degli organi sociali di EPH e delle sue società controllate	7
III.7.	Descrizione della procedura di approvazione dell'Aumento di Capitale	7

E.P.H. S.P.A.

Sede sociale in Milano, via degli Olivetani n° 10/12
Capitale sociale pari a 11.949.168,75 euro integralmente versato
Iscritta al Registro delle Imprese tenuto dalla CAMERA DI COMMERCIO DI
MILANO, MONZA-BRIANZA E LODI al n° 03495470969

I Premessa

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da E.P.H. S.P.A. (“**EPH**” o la “**Società**”) in relazione alla complessiva operazione di aumento del capitale sociale (e quindi l’insieme della sua fase deliberativa e della successiva sottoscrizione e liberazione) a titolo oneroso di ammontare pari a 7.500.000,00 euro (di cui 100.000,00 euro da imputare a capitale sociale e 7.400.000,00 euro da imputare a riserva soprapprezzo), articolato in due *tranche*, entrambe da liberarsi contestualmente alla sua delibera:

- (a) per 2.004.238,00 euro mediante conferimento in danaro, di cui:
 - (i) 250.000,00 euro mediante imputazione a capitale sociale della riserva di patrimonio netto iscritta ad esito e per effetto dei versamenti in conto capitale eseguiti in data 27 febbraio 2026 e 23 marzo 2026 da RONA LIMITED COMPANY S.R.L. (“**RONA**”);
 - (ii) 704.238,00 euro mediante compensazione del debito che verrà a sorgere in capo ad EPH nei confronti di RONA derivante dalla surrogazione ai sensi dell’art. 1201 c.c. ad esito e per effetto dell’espromissione e del successivo pagamento da parte di RONA di parte del credito che ALTEA SPV S.R.L., INTESA SANPAOLO S.P.A e KERDOS SPV S.R.L. vantano nei confronti di EPH (l’“**Espromissione**”);
e
 - (iii) i restanti 1.050.000,00 euro da conferirsi da parte di RONA; e
- (b) per i restanti 5.495.762,00 euro mediante conferimento in natura, avente ad oggetto n° 5.812 obbligazioni emesse da TERRAGARDA GMBH con codice ISIN IE000RYAUT27 (le “**Obbligazioni Terragarda**”),

mediante emissione di complessive n° 75.000.000 nuove azioni ordinarie (n° 20.042.380 quanto alla *tranche* di cui alla precedente Lettera (a) e n° 54.957.620 quanto alla *tranche* di cui alla precedente Lettera (b)) aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione *ante* delibera (e sempre destinate all’ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamento EURONEXT MILAN organizzato e gestito da BORSA ITALIANA S.P.A.) (collettivamente, le “**Nuove Azioni**”), ad un medesimo prezzo di emissione unitario (senza soprapprezzo) pari a 0,10 euro (il “**Prezzo di Emissione**”), riservato in sottoscrizione a RONA e perciò con non spettanza ed esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, cc. 4, 1° p., e 5, c.c. (nel complesso, l’“**Aumento di Capitale**”), qualificandosi tale operazione quale operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza secondo quanto previsto dal regolamento in materia adottato dalla CONSOB con delibera n° 17221/2010 (il “**Regolamento OPC**”) e dalla procedura in materia adottata dalla Società (la “**Procedura OPC**”).

Più in particolare, qualificandosi EPH quale società di minori dimensioni ai sensi e per gli effetti del Regolamento OPC e della Procedura OPC,⁽⁴⁾ ai sensi dell’art. 5.1 della Procedura

⁽⁴⁾ Secondo gli artt. 3, c. 1, lett. (f), del Regolamento OPC e 2 della Procedura OPC, sono società di minori

OPC la Società ha applicato le procedure ivi previste per le «Operazioni di Minori Dimensioni» fermo restando, tra gli altri obblighi, quello di predisporre e pubblicare il presente Documento Informativo.

Al presente Documento Informativo è accluso quale Allegato 1 il parere favorevole rilasciato dal comitato endoconsiliare per le operazioni tra parti correlate di EPH ⁽²⁾ (rispettivamente, il “**Parere del Comitato OPC**” ed il “**Comitato OPC**”), al quale è a sua volta acclusa la *fairness opinion* rilasciata da Daniele CAUZILLO, dottore commercialista e revisore legale dei conti con studio in Roma, viale Giulio Cesare n° 14, in data 24 marzo 2026 (la “**Fairness Opinion**”).

Pertanto, il presente Documento Informativo è stato pubblicato nei termini e con le modalità di cui al Regolamento OPC sul sito *internet* di EPH, sezione «*Risultati e Presentazioni*», all’indirizzo www.investor.eprice.it ed è stato anche diffuso mediante il meccanismo di stoccaggio centralizzato delle informazioni regolamentate autorizzato dalla CONSOB ai sensi dell’art. 113-ter, c. 4, lett. (b), t.u.f. denominato 1NFO gestito da COMPUTERSHARE S.P.A.

II Avvertenza sui rischi connessi ai potenziali conflitti d’interessi relativi all’Aumento di Capitale

Come ampiamente rappresentato nella relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di EPH sull’Aumento di Capitale ai sensi degli artt. 2441, cc. 4, 3° p., e 6, 125-ter t.u.f., 70, c. 4, lett. (a), 72, c. 1-bis, e 84-ter del regolamento CONSOB adottato con delibera n° 11971/1999 (la “**Relazione Illustrativa**”, pubblicata in contestualità col presente Documento Informativo), l’Aumento di Capitale s’iscrive nel più generale contesto dell’operazione di rafforzamento patrimoniale della Società disciplinata dalla manifestazione d’interesse vincolante di RONA del 15 ottobre 2025 poi seguita, in data 24 ottobre 2025, da una seconda e parzialmente modificata manifestazione d’interesse vincolante (quest’ultima, la “**Manifestazione d’Interesse**” e, nel complesso, l’“**Operazione di Rafforzamento Patrimoniale**”).

Al pari degli altri accordi con potenziali investitori (alternativi a RONA) relativi a possibili operazioni di rafforzamento patrimoniale di EPH, la Manifestazione d’Interesse è stata negoziata tra la Società e RONA in un momento in cui quest’ultima non era naturalmente una parte correlata e dunque a termini e condizioni per definizione “*at arm’s length*”, sia pure tenendo conto delle peculiarità dell’Operazione di Rafforzamento Patrimoniale dovute alla grave situazione economica in cui EPH al tempo versava, nel dettaglio descritta nella Relazione Illustrativa.

Soltanto ad esito del perfezionamento della prima parte di Operazione di Rafforzamento Patrimoniale (il “**Precedente Aumento di Capitale**”, nel dettaglio descritto sempre nella Relazione Illustrativa), RONA è divenuta azionista significativa di EPH e, dunque, sua parte correlata ai sensi della Procedura OPC.

Avveratesi le condizioni sospensive previste dalla Manifestazione d’Interesse per procedere

dimensioni ai sensi e per gli effetti di tali fonti «[...] le società per le quali né l’attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall’ultimo bilancio consolidato approvato, superino i 500 milioni di euro. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi tali nel caso in cui per due esercizi consecutivi non soddisfino congiuntamente i predetti requisiti».

con l'Aumento di Capitale, il consiglio di amministrazione di EPH ha quindi avviato l'*iter* societario per la delibera dello stesso, intendendo dare piena attuazione alle previsioni in materia previste dalla Manifestazione d'Interesse ed applicando tutti i presidi di legge in relazione alla determinazione di quegli elementi non già determinati dalla Manifestazione d'Interesse, essenzialmente il valore delle Obbligazioni Terragarda e del Prezzo di Emissione.

Infatti, in aggiunta ai presidi previsti dal Regolamento OPC e dalla Procedura OPC, come rappresentato nella Relazione Illustrativa:

- (a) quanto al valore delle Obbligazioni Terragarda, è stata predisposta una relazione ai sensi degli artt. 2343-*ter*, c. 2, lett. (b), e 2440, c. 2, c.c.; e
- (b) quanto al Prezzo di Emissione, determinato applicando i medesimi criteri impiegati per analoga determinazione in relazione al Precedente Aumento di Capitale (quando RONA non era però ancora parte correlata di EPH), la società incaricata della revisione legale di EPH, RSM SOCIETÀ DI REVISIONE E ORGANIZZAZIONE CONTABILE S.P.A., ha predisposto la propria relazione ai sensi dell'art. 158, c. 1, t.u.f. nella quale ha concluso nel senso della congruità dello stesso.

Sul punto, si rinvia a quanto più dettagliatamente indicato al successivo Paragrafo III.4.

In questo contesto, EPH non ritiene ravvisabile alcun rischio di conflitto d'interesse insito nel procedimento deliberativo dell'Aumento di Capitale ed in quello di sua successiva offerta in sottoscrizione a RONA in quanto, in sintesi:

- (i) la decisione di proporre all'assemblea straordinaria degli azionisti della Società l'approvazione dell'Aumento di Capitale rappresenta l'adempimento di una obbligazione contrattualmente assunta in un momento precedente, in cui RONA non era parte correlata; e
- (ii) i termini dell'Aumento di Capitale in parte erano già disciplinati dalla Nuova Manifestazione d'Interesse (in relazione ai cui termini vale quanto indicato al precedente Punto (i)) ed in altra parte sono stati determinati applicando tutti i presidi di legge,

il tutto senza che alcun componente del consiglio di amministrazione di EPH sia mai stato portatore di un interesse per conto di RONA rilevante ai sensi dell'art. 2391 c.c.

III Informazioni relative all'Aumento di Capitale

III.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Aumento di Capitale

I termini dell'Aumento di Capitale sono descritti nell'epigrafe del presente Documento Informativo.

Per ulteriori informazioni sulla descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Aumento di Capitale, si rinvia alla Relazione Illustrativa.

III.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione di Aumento di Capitale è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Aumento di Capitale

Nel contesto della complessiva operazione di Aumento di Capitale, la parte correlata con cui EPH pone in essere l'operazione tra parti correlate di cui al presente Documento Informativo è RONA, qualificata quale parte correlata in ragione della partecipazione detenuta nella Società.

Nell'Aumento di Capitale, RONA non ha alcun interesse ulteriore a quello, naturale in qualsiasi operazione analoga, di sottoscrivere la partecipazione riveniente dall'Aumento di Capitale al Prezzo di Emissione più vantaggioso possibile.

A quest'ultimo proposito, ed in particolare rispetto ai presidi applicati in relazione alla determinazione del Prezzo di Emissione, si rinvia a quanto indicato al precedente Paragrafo II ed al successivo Paragrafo III.4.

III.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per EPH dell'Aumento di Capitale

Come ampiamente rappresentato nella Relazione Illustrativa, la motivazione economica e la convenienza per EPH dell'Aumento di Capitale risiedono, alla luce del più generale contesto dell'Operazione di Rafforzamento Patrimoniale, nel semplice fatto che lo stesso è l'unica alternativa percorribile a fronte del sicuro dissesto della Società.

Infatti, prima della ricezione della Nuova Manifestazione d'Interesse, il consiglio di amministrazione di EPH ha proattivamente cercato e valutato ogni possibile alternativa all'Operazione di Rafforzamento Patrimoniale, anche sondando la disponibilità del precedente maggior azionista della Società, GLOBAL GROWTH HOLDING LIMITED, tuttavia senza fortuna.

In definitiva, RONA è stato l'unico operatore di mercato seriamente interessato al rafforzamento patrimoniale di EPH e che si è impegnato, in modo giuridicamente vincolante, in tal senso. Di qui, la motivazione e la convenienza economica per EPH dell'Aumento di Capitale.

Tali considerazioni sono state confermate e ribadite anche nel Parere del Comitato OPC.

III.4. Modalità di determinazione del Prezzo di Emissione e valutazione circa la sua congruità

Attesa la natura giuridica dell'Aumento di Capitale, nel caso di specie, il «*corrispettivo dell'operazione*» è rappresentato dal Prezzo di Emissione, in funzione del quale è stato possibile calcolare il numero delle Nuove Azioni assegnate a RONA.

Come ampiamente illustrato nell'epigrafe della Relazione Illustrativa, ed in linea con il prezzo di emissione del Primo Aumento di Capitale, il Prezzo di Emissione è stato determinato in complessivi (inclusivi di soprapprezzo) 0,10 euro, sulla base, prudenzialmente, della seguente pluralità di criteri oggettivi:

- (a) l'andamento del titolo EPH su Euronext Milan considerando la media dei prezzi ufficiali nei 6 mesi antecedenti la data di approvazione della Relazione Illustrativa, pari a 0,1920 euro, con un intervallo di oscillazione compreso tra 0,0870 euro e 0,6248 euro.

Il Prezzo di Emissione presenta, quindi, uno sconto del 47,93% rispetto a tale media, coerente con la natura riservata dell'offerta in sottoscrizione dell'Aumento di Capitale e con la finalità di attirare un investitore strategico come RONA;

- (b) una valutazione patrimoniale e finanziaria della Società, effettuata sulla base della situazione contabile al 31 dicembre 2025, da cui emerge un patrimonio netto negativo pari a 9.876.110,95 euro, con una perdita di periodo pari a 16.994,26 euro.

Sul punto, si richiama quando indicato ai Paragrafi 2 e 5 della Relazione Illustrativa in relazione alla temporanea sospensione dell'applicazione della disciplina di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c.

Il Prezzo di Emissione risulta quindi giustificato dal carattere di operazione straordinaria di rafforzamento patrimoniale dell'Aumento di Capitale e dal contributo strategico di RONA;

- (c) una valutazione economico-finanziaria prospettica di EPH, che tiene conto del piano di risanamento aziendale sotteso all'Operazione di Rafforzamento Patrimoniale; e
- (d) la rilevanza strategica dell'investitore RONA nella Società, che apporterà risorse finanziarie e forza industriale in grado di garantire il soddisfacimento di parte delle obbligazioni correnti scadute di EPH, il rilancio dell'attività aziendale della Società e la realizzazione di un nuovo piano di investimenti, da elaborarsi da parte di RONA d'intesa con EPH.

Alla luce dei criteri sopra indicati, il consiglio di amministrazione della Società ha quindi verificato che:

- (i) il Prezzo di Emissione risulta coerente e congruo con i valori di mercato del titolo EPH e con i parametri patrimoniali ed economici della Società;
- (ii) l'Aumento di Capitale non determina vantaggi indebiti per RONA, in quanto il Prezzo di Emissione è allineato al *fair value* contabile ed economico della Società;
- (iii) la riduzione percentuale rispetto alla media di mercato dei prezzi del titolo EPH trova giustificazione nella natura strategica dell'Operazione di Rafforzamento Patrimoniale nel suo complesso e nella necessità di assicurare l'immediata sottoscrizione dell'Aumento di Capitale; e
- (iv) l'Operazione di Rafforzamento Patrimoniale, in quanto finalizzata al rafforzamento patrimoniale di EPH, risponde non soltanto all'interesse sociale della Società, ma anche alla tutela dei suoi creditori.

Come anticipato al precedente Paragrafo I, il Comitato OPC ha commissionato la *Fairness Opinion* a Daniele CAUZILLO, richiedendogli di esprimersi sulla convenienza economica dell’Aumento di Capitale per EPH, con particolare riferimento alla congruità finanziaria del *fair value* attribuito alle Obbligazioni Terragarda.

Nella *Fairness Opinion*, Daniele CAUZILLO ha dichiarato di non intrattenere, né aver mai intrattenuto relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con EPH, RONA, le rispettive entità controllate e collegate e/o i rispettivi componenti degli organi sociali.

III.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Aumento di Capitale

Sul piano economico, ad esito e per effetto del perfezionamento dell’Aumento di Capitale, si produrranno i seguenti effetti finanziari:

- (i) liquidità immediata: +1.300.000,00 euro;
- (ii) attività finanziarie disponibili: +5.496.000,00 euro, migliorando il *current ratio* (attività correnti/passività correnti) e la solvibilità di breve periodo; e
- (iii) estinzione del credito di RONA per 704.238,00 euro.

L’impatto sul *cash-flow* di EPH risulterà, pertanto, positivo per la *tranche* da liberarsi mediante conferimento in denaro e neutro per quella da liberare mediante conferimento in natura.

Inoltre, l’Aumento di Capitale ridurrà moderatamente la leva finanziaria complessiva di EPH e rafforzerà la sua liquidità di breve periodo ma non ripristineranno ancora la piena solidità patrimoniale, in quanto gli indicatori resteranno ancora sopra la soglia “di rischio”.

Sul piano giuridico, come illustrato nella Relazione Illustrativa, ai sensi dell’art. 6 d.l. n° 23/2020 convertito, con modifiche, con l. n° 40/2020, come successivamente prorogato, l’applicazione della disciplina di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c. relativamente alle perdite di esercizio registrate negli esercizi sociali di EPH chiusi al 31 dicembre 2020, 2021 e 2022, pari a complessivi 18.610.850,73 euro (di cui 11.139.404,67 euro relativo al primo dei 3 esercizi – e che quindi cesseranno di essere sospese con l’approvazione del bilancio relativo all’esercizio che si è chiuso al 31 dicembre 2025 – e su un totale di perdite nette portate a nuovo complessivamente pari a 21.958.081,07 euro), è temporaneamente sospesa.

Pertanto, il patrimonio netto di EPH rilevante ai fini civilistici alla data del 31 dicembre 2025 risulta positivo e pari a 8.734.739,78 euro, con un capitale sociale (sempre) pari a 11.949.168,75 euro (tenendo conto della sospensione temporanea delle perdite ai sensi dell’art. 6 D.L. n° 23/2020).

Ad esito del perfezionamento dell’Aumento di Capitale, e tenendo conto degli effetti della Riduzione di Capitale di cui alla Relazione Illustrativa, il patrimonio netto di EPH rilevante ai fini civilistici sarà quindi positivo e pari a 9.483.005,74 euro (sempre tenendo conto della sospensione temporanea delle perdite ai sensi dell’art. 6 D.L. n° 23/2020 e non considerando la sopravvenienza attiva già ottenuta nel corso del 2026 pari a 5.565.544,00 euro, derivante

dall'Espromissione), con un capitale sociale pari a 2.100.000,00 euro.

III.6. Incidenza dell'Aumento di Capitale sugli emolumenti dei componenti degli organi sociali di EPH e delle sue società controllate

L'Aumento di Capitale non avrà alcuna incidenza sugli emolumenti degli organi sociali di EPH e delle sue società controllate.

III.7. Descrizione della procedura di approvazione dell'Aumento di Capitale

Nel rispetto del Regolamento OPC e della Procedura OPC, l'intero procedimento negoziale e societario relativo all'Aumento di Capitale è stato condotto valorizzando l'interesse di EPH al compimento dell'operazione, con un *focus* sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini.

Più in particolare, gli esponenti esecutivi del consiglio di amministrazione di EPH, i quali hanno condotto le negoziazioni sull'Operazione di Rafforzamento Patrimoniale nel suo complesso, hanno costantemente tenuto aggiornati i componenti del Comitato OPC sull'evoluzione dell'Aumento di Capitale.

Come anticipato al precedente Paragrafo I, il Comitato OPC, anche ai sensi degli artt. 7, c. 1, lett. (c), del Regolamento OPC e 5.1.4 della Procedura OPC, in data 11 marzo 2026, ha commissionato la *Fairness Opinion*, sulla base della quale ha poi formulato, in data 26 marzo 2026, il Parere del Comitato OPC.

Infine, in data 27 marzo 2026, il consiglio di amministrazione di EPH, anche sulla scorta del Parere del Comitato OPC, ha deliberato all'unanimità di proporre all'assemblea straordinaria degli azionisti l'Aumento di Capitale.

Allegato 1

Parere del Comitato OPC e *Fairness Opinion*

**Parere del Comitato Operazioni con Parti Correlate di E.P.H. S.p.A.
del 26 marzo 2026**

(redatto ai sensi dell'art. 5 della "Procedura per le Operazioni con Parti Correlate", adottata ai sensi dell'art. 4 del regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società, da ultimo, in data 5 luglio 2021)

Operazione costituita dall' aumento del capitale sociale a titolo oneroso e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, cc. 4, 1° p, e 5, c.c. riservato a Roma Limited Company S.r.l. ("RONA") di ammontare complessivo (inclusivo di soprapprezzo) pari a 7.500.000,00 euro ("l'Operazione")

INDICE

1. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE	3
2. I DOCUMENTI ACQUISITI	4
3. LE ATTIVITA' SVOLTE DAL COMITATO	5
4. CALCOLO DEL CONTROLVALORE	5
5. LE RELAZIONI, I PARERI, LE PERIZIE ANALIZZATE	6
6. LE VALUTAZIONI DEL COMITATO IN ORDINE ALL'OPERAZIONE E LE MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PARERE	7
7. LE CONCLUSIONI	8

Ai Signori membri del Consiglio di Amministrazione,

in conformità a quanto stabilito dall'articolo 8 del Regolamento adottato dalla CONSOB, con delibera 17221 del 12/03/2010, come modificato con delibera 17389 del 23/06/2010, e successive modifiche e integrazioni ("Regolamento OPC"), recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, nonché alla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate ("Procedura OPC"), nella versione attuale approvata dal consiglio di amministrazione di E.P.H. S.p.A. (di seguito, "EPH") in data 5 luglio 2021, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate è chiamato a esprimere il proprio parere ai sensi dell'art. 7 del Regolamento OPC e della Procedura OPC con riferimento a

- o l'interesse della Società al compimento dell'operazione;
- o la convenienza economica;
- o la correttezza sostanziale delle relative condizioni;

La finalità del presente parere, che assolve unicamente alle funzioni previste dalla Procedura, è di fornire al Consiglio di Amministrazione un supporto nella valutazione che gli amministratori dovranno compiere in piena autonomia in merito all'operazione oggetto del parere stesso.

1. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'Operazione consiste in un aumento di capitale complessivo pari a Euro 7.500.000, articolato in:

- o Euro 2.004.238 in denaro;
- o Euro 5.495.762 mediante conferimento in natura del bond Terragarda ISIN IE000RYAUT27.

Il conferente RONA è holding di partecipazioni con sede in Bernareggio (MB) Via Liguria, 25 CAP 20881 cod. fiscale e partita I.V.A. n. 14243720969, REA MB-2768453, P.E.C. rona_stl@pec.it, e detiene alla data del presente documento una partecipazione pari al 29,77%, qualificandosi dunque come parte correlata in azionista rilevante di EPH.

Come illustrato nel prosieguo, l'Operazione si configura altresì come operazione con parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento.

L'operazione, considerandone il controvalore, si configura come operazione con parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi della Procedura OPC, in quanto, sulla base delle grandezze riportate al successivo paragrafo 4 l'indice di rilevanza applicabile del Controvalore si attesta al 1540%.

Il corrispettivo dell'Operazione è rappresentato dal numero delle azioni di nuova emissione attribuite a RONA determinato in funzione del prezzo di ciascuna (euro 0,10 per azione).

Nello specifico il bond Terragarda, emesso in data 4 aprile 2022 ed avente scadenza al 30 aprile 2029 è del tipo "covered corporate bond", in quanto presenti garanzie immobiliari, e paga una cedola a tasso fisso del 4,25% annuo corrisposta semestralmente (tipicamente aprile e ottobre) in valuta euro. L'ammontare totale dell'emissione è di euro 110 milioni nominali, importo suddiviso in 110.000 obbligazioni da euro 1.000 ciascuna.

Le garanzie immobiliari vincolate dall'Emittente del bond sono costituite da:

- un complesso di tre edifici, composto da appartamenti, il numero 23414, situato in Bismarckstraße 86-90, Stadt Charlottenburg, per una superficie totale di 7.643 mq, valutato 82.950.000 € sulla base dell'atto di proprietà catastale e della perizia assicurativa effettuata da Allianz di Berlino 10900, Germania, in data 2 dicembre 2021.
- un complesso di appartamenti, il numero KG-118, situato a Kostenhof, 95355 Presseck, valutato euro 28.800.000 sulla base dell'atto di proprietà catastale e della perizia assicurativa effettuata dall'Agenzia di Assicurazioni di Bruder-Grimmstraße 60, 36396 Berlino, in data 15 novembre 2021; Alla data di riferimento delle perizie il valore cumulato di entrambi i complessi immobiliari ammontava ad euro 111.750.000,00, importo quindi pari al 101,6% dell'intera emissione obbligazionaria.

2. I DOCUMENTI ACQUISITI

Ai fini dell'espressione del presente parere, il Comitato ha acquisito, i seguenti documenti:

- la relazione peritale di stima del *fair value* del bond Terragarda redatta dal dott. Maurizio Guadalupi, ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lett. (b) c.c. messa a disposizione del Comitato OPC in data 20 marzo 2026 e commissionata da RONA;
- la *Fairness Opinion* redatta dal dott. Daniele Cauzillo, ricevuta in bozza in data 24 marzo 2026 e in versione definitiva in data 25 marzo 2026, commissionata dal Comitato OPC in data 11 marzo 2026;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, ricevuta per la prima volta in bozza in data 19 febbraio 2026 e successivamente fino alla data del 25 marzo 2026;
- la bozza della relazione di congruità sul prezzo di emissione delle azioni predisposta da RSM – Società di Revisione ed Organizzazione Contabile S.p.A., ricevuta in data 25 marzo 2026;
- la bozza del Documento Informativo redatto ai sensi del Regolamento OPC in data 19 febbraio 2026 e successivamente in data 25 marzo 2026;

- le ulteriori informazioni fornite dagli amministratori.

3. LE ATTIVITA' SVOLTE DAL COMITATO

Si premette che il Comitato OPC di EPH è stato nominato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente con delibera del 07 gennaio 2026 e successivamente integrato in data 03 marzo 2026 con la nomina dell'avv. Roberto Culicchi (amministratore non esecutivo) in sostituzione dell'amministratore con deleghe dott. Rodolfo Galbiati.

In data 19 febbraio 2026 a seguito della ricezione delle prime bozze relative alla relazione degli amministratori e al documento informativo, l'avv. Culicchi provvedeva ad inviarle al Comitato OPC di EPH nella composizione di quel periodo (Biancamaria Zara, Federica Capponi, Rodolfo Galbiati). In data 25 febbraio 2026 viene formalizzato l'incarico nei confronti di RSM per il rilascio del parere di congruità sopra menzionato.

In data 11 marzo 2026 il Comitato ha affidato al dott. Cauzillo il mandato di redigere a supporto delle attività del Comitato OPC una *Fairness Opinion* circa la convenienza economica dell'operazione in termini di congruità del *fair value* attribuito al bond Terragarda basato sulla relazione peritale di stima che RONA avrebbe presentato alla Società.

In data 22 marzo 2026 il Comitato OPC riceveva la relazione peritale di stima redatta dal dott. Guadalupi e un aggiornamento della bozza di relazione illustrativa degli amministrativi. Nello stesso giorno l'avv. Culicchi inoltrava al dott. Cauzillo la relazione peritale di stima redatta dal dott. Guadalupi.

In data 24 marzo 2026 il Comitato riceve la *Fairness Opinion* dal dott. Cauzillo, che sarà poi ricevuta firmata digitalmente il giorno successivo.

Nella riunione odierna il Comitato a seguito dell'analisi della documentazione richiesta e presentata, dell'elaborazione delle informazioni disponibili, è giunto alla redazione del presente parere, non vincolante, da sottoporsi al vaglio del Consiglio di Amministrazione che si riunirà il 27 marzo 2026 alle ore 14:00.

4. CALCOLO DEL CONTROVALORE

Il calcolo del controvalore è stato effettuato sulla base delle indicazioni di cui all'Allegato 3 del Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, come da delibera n. 17221 del 12.03.2010 aggiornato con le modifiche apportate della delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021, testo in vigore dal 31.12.2021.

Con riferimento all' indice di rilevanza del controvalore si ricorda essere "il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, ove redatte). Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto).

Di conseguenza, tenuto conto del controvalore dell'Operazione di aumento di capitale pari ad euro 7,5 milioni e tenuto conto della capitalizzazione di Borsa di EPH al 30 giugno 2025 (euro 486.976,80) l'indice di rilevanza del controvalore si attesta al 1540%. Il patrimonio netto di EPH come riportato nella relazione semestrale al 30 giugno 2025 era negativo per euro 11.503.307.

Con riferimento agli altri due indici citati nell'Allegato 3 al Regolamento OPC, essi non risultano applicabili.

5. LE RELAZIONI E I PARERI ANALIZZATI

Relativamente al bond Terragarda, la relazione peritale di stima del dott. Maurizio Guadalupi, ragioniere commercialista in Milano, ne ha determinato il numero minimo di obbligazioni da conferirsi al fine di raggiungere un valore di conferimento pari ad euro 5.495.762,00. Questo numero di è attestato in n. 5.812 obbligazioni Terragarda ISIN IE000RYAUT27.

Il Comitato, in data 11 marzo 2026 ha incaricato il dott. Daniele Cauzillo, dottore commercialista in Roma, al fine di ricevere, mediante il rilascio di una *Fairness Opinion*, un supporto tecnico in ordine alla convenienza dell'operazione intesa come congruità del valore che sarebbe stato successivamente attribuito (*fair value*) dal dott. Guadalupi al bond Terragarda oggetto di conferimento.

Detto incarico è stato conferito dall'avv. Culicchi per conto del Comitato OPC di EPH e prevedeva che l'esperto indipendente rilasciasse a beneficio del Comitato OPC di EPH una *Fairness opinion* sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del *fair value* attribuito all'obbligazione Terragarda nell'ambito del conferimento sopra descritto. La *Fairness Opinion* è stata commissionata a titolo di elemento di verifica della congruità del *fair value*, ferma restando la completa autonomia di giudizio e di decisione del Comitato in ordine all'Operazione.

Inoltre, la *Fairness Opinion* seppur attinente a taluni specifici aspetti dell'Operazione, non viene intesa quale sostanziale giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione, ma deve intendersi limitata alla convenienza dell'operazione e relativa correttezza

sostanziale con esclusivo riferimento alla congruità del *fair value* attribuito alle conferende obbligazioni.

Infine, in ordine alla correttezza sostanziale dell'Operazione non era richiesto che la *Fairness Opinion* fornisse un parere circa la congruità del prezzo di Emissione delle nuove azioni, in quanto già contenuto nella relazione redatta ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice civile nonché dell'art. 158, primo comma d. lgs. 59/1998 commissionata da EPH a RSM – Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A., in qualità di esperto indipendente.

Il documento è stato appreso nella sua versione firmata dal Comitato OPC in data 25 marzo 2026. Nello specifico nella *Fairness Opinion* il dott. Cauzillo ha ritenuto opportuna la metodologia di valutazione adottata dal dott. Guadalupi e quindi il metodo finanziario o *Discounted Cash Flow* (DCF) e ne ha sostanzialmente confermato il tasso applicato (6%) su base annuale ricorrendo anche a metodologie alternative di verifica e conferma della bontà del tasso di attualizzazione utilizzato dal dott. Guadalupi al fine di scontare i flussi di cassa derivanti dal bond e giungere conseguentemente al *fair value*.

Relativamente al parere di congruità rilasciato da RSM, ulteriore elemento essenziale al fine di valutare la convenienza economica dell'Operazione in termini di prezzo da pagare, nella fattispecie il valore di emissione delle nuove azioni da attribuirsi al conferente RONA, il Comitato OPC ha potuto prendere atto della congruità dello stesso, fissato in euro 0,10 per azione e quindi conseguentemente l'attribuzione a RONA di nr. 75 milioni di azioni ordinarie della Società di nuova emissione.

In particolare nella bozza della relazione circa il parere di congruità sul prezzo di emissione delle nuove azioni, ricevuta in data 25 marzo 2026, è contenuta una sintesi dei criteri utilizzati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione, basati sull'andamento delle quotazioni, sulla situazione patrimoniale di EPH e relative valutazioni prospettiche, sulla rilevanza strategica di RONA nonché il giudizio di ragionevolezza e non arbitrarietà espresso dalla società di revisione.

6. LE VALUTAZIONI DEL COMITATO IN ORDINE ALL'OPERAZIONE E LE MOTIVAZIONI ALLA BASE DEL PARERE

Il Comitato OPC quanto all' **interesse sociale** al compimento dell'Operazione ritiene che l'Operazione si inserisca nel contesto di rafforzamento patrimoniale della Società e rappresenti una delle principali – se non l'unica – opzioni concretamente praticabili coerentemente con l'obiettivo della continuità aziendale, ponendosi, peraltro, nella stessa direzione dell'operazione avviata nel novembre 2025.

Sulla **convenienza dell'operazione** il Comitato rileva che la *Fairness Opinion* attesta la congruità del *fair value* attribuito al bond Terragarda e che le metodologie adottate risultano coerenti con la prassi oltre che i fattori di rischio adeguatamente considerati. L'Operazione risponde ragionevolmente ai canoni di convenienza anche considerato il parere sulla congruità del prezzo delle azioni di nuova emissione sopra menzionato prodotto da RSM quale esperto indipendente.

Infine, con riferimento alla **correttezza sostanziale**, il Comitato ritiene che il corrispettivo sia determinato secondo criteri oggettivi e il processo sia stato supportato da presidi indipendenti tali da non far emergere elementi di pregiudizio nei confronti degli azionisti di minoranza.

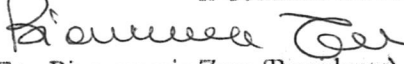
7. LE CONCLUSIONI

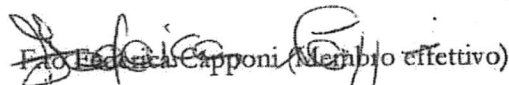
- (i) Alla luce di quanto precede, dopo una istruttoria completa e approfondita;
- (ii) valutati i documenti e le informazioni necessarie, ricevuti tempestivamente;
- (iii) condivise le valutazioni circa l'interesse diretto della parte correlata come sopra identificata;
- (iv) ritenuto che le condizioni dell'Operazione siano in linea con gli standard di mercato per operazioni analoghe negoziate tra parti non correlate, sia sotto il profilo economico sia sotto quello giuridico, e rilevato, dunque, il rispetto sia della correttezza procedurale sia di quella sostanziale dell'Operazione;

il Comitato esprime parere favorevole circa l'Operazione in quanto sussistente l'interesse sociale sull'Operazione, nonché la convenienza economica oltre che la correttezza, anche sostanziale, delle condizioni e dei termini dell'Operazione nel suo complesso.

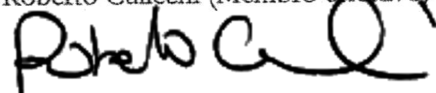
Milano, 26 marzo 2026

Il Comitato OPC


F.to Biancamaria Zara (Presidente)


F.to Federica Capponi (Membro effettivo)

F.to Roberto Culicchi (Membro effettivo)



Roma, 24 marzo 2026

Spett.le
E.P.H. S.p.A.
Via degli Olivetani 10/12
20123 Milano (MI)

Alla c.a. Comitato Parti Correlate di E.P.H. S.p.A.

Oggetto: Fairness opinion sulla congruità finanziaria del fair value attribuito al bond Terragarda ISIN IE000RYAUT27 nell'ambito dell'operazione di aumento del capitale sociale di E.P.H.

Indice:

1. Oggetto, natura e limiti dell'incarico.....	2
2. Data di riferimento e documentazione utilizzata.....	5
3. La valutazione del Bond.....	7
3.1. Premessa metodologica	7
3.2. La fattispecie e i metodi di valutazione comunemente accettati.....	8
3.3. Caratteristiche specifiche, principali difficoltà e limiti della valutazione	9
3.4. Principali assunzioni sottostanti la Fairness opinion e scelta del metodo di valutazione	11
3.5. Il tasso di attualizzazione	12
3.6. Applicazione del Metodo Discounted Cash Flow (DCF)	15
4. Conclusioni.....	16

1. OGGETTO, NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

E.P.H. S.p.A. (di seguito la “**Società**” o “**EPH**”), quotata all'Euronext Milan, intende effettuare un'operazione di aumento di capitale per il tramite di: i) un conferimento in natura valutato in euro 5.495.762; ii) un conferimento in denaro per euro 2.004.238. Dunque, un'operazione complessiva di euro 7,5 milioni (l'“**Operazione**”).

Il conferimento in natura riguarda il bond Terragarda ISIN IE000RYAUT27 (il “**Bond**” o “**Bond Terragarda**”) quotato alla borsa valori di Vienna (Wiener Börse) emesso da Terragarda GmbH (“**Terragarda**” o “**Emittente del Bond**”), società di diritto tedesco, costituita in Germania il 12 agosto 2021, con numero di registrazione HRB 232466B, come società a responsabilità privata e sede legale in Goethestr. 68, 10625 Berlino, Germania.

Il Bond è attualmente posseduto da Rona Limited Company S.r.l., società con sede in Bernareggio (MB) Via Liguria, 25 CAP 20881 cod. fiscale e partita I.V.A. n. 14243720969, REA MB-2768453, P.E.C. RONA_SRL@PEC.IT (di seguito per brevità “**RONA**”), avente come oggetto sociale prevalente l'attività delle società di partecipazione (holding), rappresentata dall'amministratore unico Rodrigo Navarro Contreras, cittadino spagnolo, nato a LA PAZ (Bolivia) il 10/11/1966 CF NVRRRG66S10Z601Z.

A fronte del conferimento del Bond, RONA riceverà azioni di nuova emissione di EPH.

RONA risulta essere parte correlata, ai sensi del principio contabile internazionale IFRS 10, in quanto azionista di maggioranza relativa di EPH e conseguentemente soggetto che detiene voti sufficienti a imporre le proprie decisioni sulla Società. È applicabile, pertanto, l'interpretazione di cui al complesso dei principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'art. 6 del Regolamento CE n. 1606/2002, richiamata dal “*Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*” adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, successivamente modificato con delibere n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 19925 del 22 marzo 2017, n. 19974 del 27 aprile 2017, n. 21396 del 10 giugno 2020, n. 21624 del 10 dicembre 2020 e n. 22144 del 22 dicembre 2021 (di seguito “**Regolamento Consob n. 17221/2010**” o “**Regolamento OPC**”).

Tale regolamento Consob, attuando la disposizione di cui all'art. 2391-bis del Codice civile, ha introdotto una definizione autonoma di parti correlate, ha dettato i principi ai quali le società italiane con azioni quotate si devono attenere in materia di operazioni con parti correlate e ha previsto, per le società che fanno ricorso al capitale di rischio, l'adozione di procedure per la disciplina Operazioni Parti Correlate.

La normativa si compone anche della Comunicazione Consob n. DEM/100786883 del 24 settembre 2010, che fornisce indicazioni e orientamenti per l'applicazione del Regolamento sulle operazioni con parti correlate.

L'Operazione si qualifica non solo come “operazione fra parti correlate” ma anche

come "operazione di maggiore rilevanza", individuata ai sensi dell'art. 4, comma 1, lettera a) del Regolamento Consob n. 17221/2010, e quindi assoggetta a detta disciplina nonché alla procedura per operazioni con parti correlate adottata dalla Società, con parere favorevole del Comitato Parti Correlate, in data 5 luglio 2021 ed in vigore del 1° luglio 2021 ("**Procedura OPC**").

In buona sostanza il Regolamento Consob n. 17221/2010 prescrive alle società quotate di adottare procedure mediante le quali si preveda, *inter alia*, che:

- vi sia un comitato (il "**Comitato**") composto da amministratori non esecutivi né correlati in maggioranza (o tutti, in caso di operazione di maggiore rilevanza) indipendenti che esprima un parere sull'operazione, e ciò risulta, nel caso di EPH, da quanto dichiarato dalla Società a seguito del comunicato stampa diffuso in data 5 marzo 2026 a specifica di quanto già comunicato al mercato il 3 marzo 2026;
- il suddetto parere del comitato riguardi: i) l'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché ii) la convenienza e iii) la correttezza sostanziale delle sue condizioni;
- il comitato di amministratori indipendenti possa avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta;
- sia predisposto un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 4 in occasione di operazioni di maggiore rilevanza.

Conseguentemente l'esperto indipendente (l'"**Esperto**"), eventualmente incaricato dal Comitato, lo affianca, per il tramite del proprio parere, nel fornire elementi di valutazione a supporto della valutazione circa la convenienza dell'operazione e la relativa correttezza sostanziale con riferimento alla congruità del corrispettivo. Pertanto, l'Esperto offre al Comitato un supporto di natura tecnica volto ad integrare le specifiche competenze degli amministratori in modo da assicurare la trasparenza e la correttezza procedurale delle operazioni con parti correlate in particolare, sotto il profilo della convenienza.

In sintesi, il parere dell'esperto rappresenta un presidio di *governance* a supporto delle valutazioni affidate al Comitato, volte ad assicurare che le transazioni con soggetti correlati non danneggino la Società o i soci non correlati.

Il Comitato per le Operazioni Parti Correlate di EPH (anche il "**COPC**" o "**COPC EPH**"), dunque chiamato a rilasciare un motivato parere non vincolante ("**Parere COPC**"), ha esercitato la propria facoltà di farsi assistere, a spese della Società, da un esperto indipendente di propria scelta, attraverso l'acquisizione di apposita attestazione ("*Fairness opinion*"). Il Comitato, nel formulare il proprio parere, svolge anche considerazioni di merito sull'interesse di EPH al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Pertanto, la Società, per conto del COPC EPH, con mandato sottoscritto in data 11.3.2026 (l'"**Incarico**"), ha incaricato il sottoscritto, dott. Daniele Cauzillo, nato a Roma (RM) il 4.7.1973, residente a Roma, in via Giacomo Trevis, n. 44, C.F. CZLDNL73L04H501R, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli

Esperti Contabili di Roma sez. A con il n. AA_007594, Revisore Legale iscritto al Registro dei Revisori Legali istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al num. 128941, D.M. del 9.4.2003 GU n. 31 del 18.04.2003 e studio in Roma, Viale Giulio Cesare, n. 14, part. I.V.A. n. 10735970583, P.E.C. danielecauzillo@pec.bcdstudio.it (o anche "Esperto"), a svolgere il ruolo di esperto indipendente per il rilascio a beneficio del COPC di una *Fairness opinion* sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del *fair value* attribuito all'obbligazione Terragarda ("*Fair value*") nell'ambito del conferimento sopra descritto.

La *Fairness opinion* è, e va intesa, pertanto, per il solo ed esclusivo uso e beneficio interno del COPC EPH, che potrà considerarla come elemento di verifica della congruità del *Fair value*, ferma restando la completa autonomia di giudizio e di decisione del Comitato.

La presente relazione, seppur attinente a taluni specifici aspetti dell'Operazione, non è da intendersi quale sostanziale giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società all'Operazione, ma deve intendersi limitata alla convenienza dell'operazione e relativa correttezza sostanziale con esclusivo riferimento alla congruità del *Fair value* attribuito alle conferende obbligazioni.

In ordine alla correttezza sostanziale dell'Operazione, la presente *Fairness opinion* non fornisce un parere circa la congruità del prezzo di Emissione delle nuove azioni, in quanto già contenuto nella relazione ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice civile nonché dell'art. 158, primo comma d. lgs. 59/1998 che, a notizia dello scrivente, è stata commissionata da EPH a RSM - Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A., in qualità di esperto indipendente.

La *Fairness opinion*, in ragione della sua destinazione e delle sue finalità, incluse le conclusioni nella stessa contenute, non potrà essere distribuita o divulgata, in tutto o in parte, a terzi o utilizzata per scopi diversi da quelli indicati nella stessa. Il sottoscritto non assume, pertanto, alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni che possano derivare dall'utilizzo delle informazioni contenute nella *Fairness opinion*. Il sottoscritto autorizza sin da ora il Consiglio di Amministrazione di EPH ad includere la presente *Fairness opinion* nei propri comunicati e nel documento informativo che verrà redatto ai sensi del Regolamento OPC. Qualsiasi diverso utilizzo, in tutto o in parte, della presente *Fairness opinion* dovrà essere preventivamente autorizzato per iscritto dal sottoscritto, salva l'ipotesi in cui la distribuzione o divulgazione della stessa sia obbligatoria ai sensi di legge, ovvero sia espressamente richiesta da una competente autorità di mercato.

La *Fairness opinion* contiene assunzioni considerate ragionevolmente appropriate dal sottoscritto e stime / verifiche di stime sviluppate applicando metodologie di valutazione comunemente riconosciute dalla prassi italiana e internazionale e determinate sulla base di informazioni, sia pubbliche sia riservate, messe a disposizione del sottoscritto dal Management e/o dall'organo amministrativo di EPH.

Le conclusioni alle quali lo scrivente è pervenuto a seguito dell'espletamento del

presente incarico devono essere interpretate alla luce di quanto segue:

- la *Fairness opinion* è stata redatta sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario;
- le stime non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali);
- sebbene le stime siano da considerarsi accurate e complete da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella presente relazione deve essere ritenuto una promessa o una garanzia sui risultati futuri della Società;
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo ai fini dell'espletamento dell'incarico sono state fornite dalla Società;
- lo scrivente, pur avendo adottato le precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcuna *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- le conclusioni cui si è pervenuti sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella presente relazione. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Pertanto, nessuna parte della presente relazione potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

2. DATA DI RIFERIMENTO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Premesso che il *fair value* del Bond Terragarda è oggetto della Relazione peritale di stima, redatta ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lett. b) dal dott. Marcello Guadalupi, riferita alla data del 28.2.2026 e firmata in data 20.3.2026 (la "**Perizia Guadalupi**"), le valutazioni condotte dallo scrivente sono riferite alla medesima data (la "**Data di Riferimento della Fairness opinion**").

Il sottoscritto, peraltro, non assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere la presente lettera o riconfermare le proprie conclusioni ivi presenti, anche nel caso si verificassero una o più variazioni.

Nello svolgimento dell'incarico e, dunque, nell'elaborazione della *Fairness opinion*, il sottoscritto ha fatto riferimento a informazioni pubblicamente disponibili,

ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative selezionate, e a documenti, dati ed informazioni forniti dalla Società (complessivamente, la "**Base Informativa**"), tra cui la seguente documentazione rilevante:

- Relazione peritale di stima avente ad oggetto il *fair value* del bond Terragarda ISIN IE000RYAUT27, emesso dalla società "Terragarda GMBH", redatta ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lett. b) dal dott. Marcello Guadalupi, riferita al 28.2.2026 e firmata in data 20.3.2026, già denominata la Perizia Guadalupi;
- Relazione peritale di stima avente ad oggetto il *fair value* del bond Terragarda ISIN IE000RYAUT27, emesso dalla società "Terragarda GMBH", redatta ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lett. b) dal dott. Lionello Ferrante, riferita al 12 novembre 2025 e firmata digitalmente in data 14 novembre 2025 (la "**Perizia Ferrante**");
- Scheda informativa Terragarda GmbH Covered Bonds 4.25% NTS 30/04/2029 EUR;
- Visura camerale Rona Limited Company S.r.l. al 28.02.2026 nr. T640902219;
- Visura camerale E.P.H. S.p.A. al 05.03.2026 nr. T641640109;
- Bilanci al 31.12.2024, 31.12.2023 e 31.12.2022 di Terragarda GMBH;
- Scheda Terragarda GMBH estratta dal Registro Europeo in data 06.03.2026;
- Company Profile Terragarda;
- Dichiarazione circa il puntuale adempimento nel pagamento delle cedole semestrali scadute dal 31 ottobre 2022 al 31 ottobre 2025, rilasciata da Boddie & Associates, P.C. studio legale in 40 Exchange place, suite 1800, New York, New York 10005;
- Comunicati Stampa emessi da E.P.H. in data 03 e 05 marzo 2026 oltre che in data 29 ottobre 2025, 21 novembre 2025, 26 dicembre 2025, 30 dicembre 2025, 29 gennaio 2026;
- Bozza di Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione all'assemblea degli azionisti della società E.P.H. S.p.A. ai sensi degli artt. 2441, cc. 4, 3° p., e 6, 125-ter t.u.f., 70, c. 4, lett. (a), 72, c. 1-bis, e 84-ter regolamento emittenti - redatta alla data del 17 marzo 2026;
- Fascicolo di Bilancio della Società E.P.H. al 31.12.2024;
- Relazione Semestrale della Società E.P.H. al 30.06.2025.

La Base Informativa è stata oggetto di ulteriori approfondimenti svolti autonomamente dal sottoscritto, tramite la consultazione di banche dati e informazioni pubbliche.

Il sottoscritto non assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza della Base Informativa utilizzata per le proprie analisi e per l'elaborazione e la stesura della *Fairness opinion*.

3. LA VALUTAZIONE DEL BOND

3.1. Premessa metodologica

Tenuto conto dell'oggetto dell'incarico conferito, lo scrivente ha ritenuto di svolgerlo attraverso le seguenti attività:

- individuazione dei metodi di valutazione utilizzabili in astratto, tenuto conto dell'inquadramento giuridico della fattispecie (conferimento in natura) e della natura dei beni conferiti (titoli a reddito fisso);
- individuazione delle caratteristiche specifiche dei beni conferiti, delle informazioni disponibili e delle conseguenti difficoltà e limiti della valutazione;
- scelta del metodo di valutazione idoneo, tenuto conto delle caratteristiche e informazioni di cui al punto precedente;
- applicazione del metodo di valutazione scelto.

I paragrafi che seguono sono, dunque, dedicati agli aspetti indicati nell'elenco che precede. Nell'esposizione di tali aspetti, si fa riferimento ai contenuti della Perizia redatta dal dott. Guadalupi, al fine di valutarne la correttezza, in relazione ai fini per i quali è stata emessa (valutazione di conferimento ex art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c..

Con riferimento agli altri aspetti che caratterizzano l'Operazione, invece, si precisa quanto segue. Il sottoscritto ha avuto modo di esaminare la bozza di "Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione all'assemblea degli azionisti della società E.P.H. S.p.A. ai sensi degli artt. 2441, cc. 4, 3° p., e 6, 125-ter t.u.f., 70, c. 4, lett. (a), 72, c. 1-bis, e 84-ter regolamento emittenti" redatta alla data del 17 marzo 2026 la quale al paragrafo 5 "Effetti economico-patrimoniali e finanziari pro forma dell'Aumento di Capitale" evidenzia come "Ad esito del perfezionamento dell'Aumento di Capitale, e tenendo conto degli effetti sia della Riduzione di Capitale, sia della sospensione temporanea delle perdite maturate negli esercizi 2020-2022 ai sensi dell'art. 6 D.L. 23/2020, il patrimonio netto di EPH rilevante ai fini civilistici sarà quindi positivo e pari a 9.483.005,74 euro, con un capitale sociale pari a 2.100.000,00 euro".

Il tutto a partire da una situazione patrimoniale descritta (oltre che nel bilancio 2024 e nella semestrale 2025) al paragrafo 2 "Motivazione dell'Aumento di Capitale e ragioni della connessa non spettanza ed esclusione del diritto di opzione" che "evidenziava, al 31 dicembre 2024, un patrimonio netto virtualmente negativo pari a 12.463.915,00 euro, situazione poi sostanzialmente confermata dalla relazione finanziaria semestrale ai sensi dell'art. 154-ter, c. 2, t.u.f. al 30 giugno 2025 con un importo virtualmente negativo di 11.503.307,00 euro ed infine stabilizzatasi, anche per effetto del Primo Aumento di Capitale, fino all'attuale importo, sempre virtualmente negativo, di 9.876.110,95 euro alla data del 31 dicembre 2025".

Il sottoscritto precisa, al riguardo, di non aver svolto approfondimenti sull'evoluzione del patrimonio netto di EPH ad esito delle operazioni menzionate (che oltre all'Operazione vedono anche altre dinamiche quali una riduzione del capitale ed una espromissione del debito) nella Relazione degli

Amministratori, circostanza che implicherebbe un parere del sottoscritto sull'interesse sociale a compiere l'operazione (elemento che si lascia al Parere del Comitato OPC), **né tantomeno si esprime circa la correttezza del procedimento adottato, in quanto la presente Fairness opinion ha ad oggetto esclusivamente la convenienza sostanziale dell'Operazione, con esclusivo riferimento al valore da attribuibile al Bond.**

3.2. La fattispecie e i metodi di valutazione comunemente accettati

Trattandosi di una valutazione effettuata nell'ambito di un'operazione di conferimento in natura, la valutazione non può prescindere dalla norma di legge la richiede. Pertanto, occorre far riferimento alle indicazioni fornite dalla dottrina e da autorevoli istituzioni in merito alle valutazioni nel caso di operazioni straordinarie realizzate tramite conferimenti in natura. Al riguardo, i Principi Italiani di Valutazione (PIV), statuiti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), approvati nel 2015, prevedono, al paragrafo IV.5, che:

“• Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

- 1) Conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;
- 2) Conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.

In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso della conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.

- *La valutazione non può considerare comunque valori potenziali ma solo valori in atto.*
- *Sotto il profilo logico, la garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi si fonda sul fatto che il valore di ciò che è stato conferito non sia superiore al suo valore di mercato, rappresentato dal valore presumibile di cessione degli stessi beni, purché tale valore sia un valore normale. Ed in effetti il legislatore nell'art. 2343-ter comma 2 lettera a richiama la possibilità di evitare una relazione di stima quando il conferimento avviene ad un valore pari o inferiore al fair value degli stessi beni iscritto nel bilancio (purché soggetto a revisione) dell'esercizio precedente. Il fair value ai fini contabili è definito dall'IFRS 13 come un prezzo di cessione (exit price). Il legislatore fa obbligo agli amministratori di controllare che tale valore non abbia subito variazioni.*

...

IV.5.2. La configurazione di valore nel caso delle valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni”.

...

IV.5.3. Il valore ai fini di conferimento deve esprimere il valore dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti (al netto delle risorse eventualmente necessarie a renderli idonei a un'autonoma generazione di reddito) e normalmente non riflette

i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento. In casi particolari in cui si abbiano conferimenti di beni o rami aziendali strettamente complementari fra loro il valore può riflettere i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto del conferimento”.

Il “valore normale di mercato” è definito al paragrafo I.6.12 dei PIV, come segue:

“Il valore normale (di mercato) di un’attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali”.

Tenuto conto di quanto sopra riportato, le valutazioni esposte nella presente *Fairness opinion* sono state condotte in ottica *stand-alone* e quindi prescindendo da ogni considerazione concernente logiche di portafoglio della conferitaria e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari conseguenti all’Operazione.

Ai fini dell’individuazione del metodo di valutazione utilizzabile, occorre considerare che i principali metodi di valutazione dei titoli a reddito fisso, di comune accettazione, sono i seguenti.

Per la valutazione dei titoli obbligazionari *“ci si basa su una media trimestrale o semestrale dei corsi di borsa. Per i titoli obbligazionari non quotati, il valore corrente si determina per analogia con quello dei titoli quotati aventi le medesime caratteristiche (e, soprattutto, il medesimo rendimento nominale). Per i titoli non quotati il valore corrente può essere determinato anche rettificando il valore di carico in base al valore attuale della differenza di rendimento rispetto a quello di mercato, tenuto conto degli anni residui di vita; oppure mediante l’attualizzazione del flusso degli interessi annuali e del capitale rimborsabile, in base al tasso corrente di rendimento del mercato”* (Caratozzolo, I Bilanci Straordinari, 2009, pag. 195).

A ben vedere, si tratta di un’impostazione sostanzialmente sovrapponibile a quella adottata dai principi contabili IAS - IFRS, nell’ambito dei quali il *fair value* è determinato attraverso l’utilizzo di input classificati secondo una gerarchia, che può essere sintetizzata come segue:

- 1) per i titoli quotati su mercati attivi, utilizzo dei prezzi di borsa;
- 2) per i titoli non quotati, utilizzo dei valori dei titoli analoghi ma quotati;
- 3) utilizzo di indici diversi dai prezzi, osservabili sul mercato (tassi e rendimenti);
- 4) utilizzo di modelli di attualizzazione come il Discounted Cash Flow (DCF).

3.3. Caratteristiche specifiche, principali difficoltà e limiti della valutazione

La sostanza del lavoro svolto dall’Esperto, nel caso di specie, consiste nella valutazione della correttezza del *Fair value* attribuito al Bond Terragarda, comprendendo, in particolare, se il percorso tecnico valutativo seguito del professionista che ha redatto, ai sensi dell’art. 2343-ter comma 2 lett. b) Cod. civ., la perizia di stima del *Fair value*, sia adeguato alla tipologia di beni in natura

oggetto del conferimento, che si ricorda essere obbligazioni garantite da uno specifico patrimonio immobiliare e quotate (seppur non scambiate, come meglio precisato nel prosieguo della presente relazione).

Valutare le obbligazioni richiede un'analisi attenta dei rendimenti, dei rischi e delle caratteristiche strutturali del titolo. L'obiettivo è determinare se il rendimento nominale compensa adeguatamente il rischio di credito dell'emittente e la durata dell'investimento, valutati alla data di riferimento.

Al riguardo, occorre osservare che le obbligazioni il cui *Fair value* è stato oggetto di valutazione e stima, benché quotate presso la borsa valori di Vienna:

- non risultano scambiate e, pertanto, non hanno un andamento del prezzo osservabile sui mercati regolamentati;
- non hanno un *credit rating*, intendendosi come il *rating* assegnato da agenzie specializzate, quali ad esempio S&P, Moody's, Fitch. Quindi non è disponibile a priori alcun indicatore del grado di default a fronte del quale parametrare il rendimento richiesto, pur essendo le relative emissioni garantite da asset immobiliari per almeno la totalità del valore dell'emissione.

Tenuto conto di tali caratteristiche, non si è ritenuta utile l'analisi della *duration* del titolo, dal momento che la scadenza del Bond è fissata nel 2029 (breve termine) e che, tenuto conto della liquidità degli scambi, ha poco valore informativo prevedere una sensibilità del prezzo alle variazioni dei tassi di interesse.

In ogni caso si è ritenuto utile, al fine di comprendere meglio l'attività svolta e il rischio conseguente, analizzare i bilanci dell'Emittente.

Infatti, l'analisi svolta dallo scrivente, tenuto conto dell'indisponibilità di prezzi scambiati sul mercato e di *credit rating* specifici, mira a verificare se lo *spread* per rischio di credito (o *credit spread*) - quindi il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per acquistare un'obbligazione rischiosa rispetto a un titolo privo di rischio (come ad esempio il Bund tedesco) di pari scadenza - sia adeguato a rappresentare il premio per la probabilità di *default* (insolvenza) dell'emittente.

Si evidenzia, al riguardo, che lo *spread* per il rischio di credito include:

- i) la probabilità di *default* (quindi la stima relativa all'eventualità che l'emittente non riesca a rimborsare il capitale o gli interessi);
- ii) il tasso di recupero (Loss Given Default - LGD) cioè la stima di quanto denaro si perderebbe in caso di insolvenza, al netto delle garanzie;
- iii) il premio per il rischio di liquidità, quindi quel fattore che compensa la minore facilità di rivendere il titolo sul mercato;
- iv) il premio per il Rischio di Mercato/Volatilità che rappresenta il rischio che il valore dello *spread* vari nel tempo, influenzando il prezzo del titolo.

Soffermandoci sull'Emittente del Bond (Terragarda GmbH), società di diritto tedesco sopra menzionata, si è svolta una preliminare analisi dei Bilanci 2022, 2023 e 2024, dalla quale emerge che detta società: i) pubblica i bilanci con un limitato livello di dettaglio (trattandosi di bilanci in forma sostanzialmente abbreviata); ii)

presenta il capitale sociale minimo, previsto dalla normativa tedesca, di euro 25migliaia. Tali circostanze appaiono dovute alla forma giuridica assunta dalla società (società a responsabilità limitata), tenuta a redigere il bilancio annualmente (quindi non v'è obbligo di produrre un dato semestrale) secondo le norme del Codice commerciale tedesco (HGB).

La società Terragarda GmbH, che risulta in perdita operativa negli anni 2022, 2023 e 2024 (cumulata di euro 61.972), presenta, alla data del 31.12.2024 (data di riferimento dell'ultimo bilancio disponibile):

- un totale dell'attivo pari a euro 1,65 milioni circa, di cui immobili in corso di costruzione per euro 1,32milioni circa, crediti per euro 238migliaia circa e liquidità per euro 88 migliaia circa;
- un passivo costituito per la quasi totalità dal finanziamento soci (per circa 1,67 milioni). Il capitale sociale iniziale di euro 25migliaia è stato completamente eroso per effetto delle perdite cumulate, risultando il patrimonio netto al 31.12.2024 negativo per 43.555 euro;
- un conto economico caratterizzato dall'assenza di ricavi e dalla presenza di costi quasi esclusivamente relativi all'amministrazione ("Administration expenses").

Dall'analisi effettuata è emerso, dunque, che nei suddetti bilanci non risultano iscritti né i debiti relativi alle obbligazioni emesse né gli immobili posti a garanzia delle stesse.

È ragionevole che tale circostanza sia da attribuire alla segregazione del patrimonio immobiliare posto a garanzia delle obbligazioni emesse, giacché i termini e le condizioni previste in sede di emissione del Bond prevedono, a tal fine, la costituzione di un apposito trust. Pertanto, le obbligazioni di cui trattasi presentano caratteristiche tali da non figurare nel bilancio tradizionale dell'emittente (off-balance sheet) e da essere contabilizzate separatamente.

Tenuto conto di tale impostazione dei bilanci di Terragarda:

- non è stato possibile verificare l'esistenza di eventuali ulteriori emissioni di titoli obbligazionari, successive a quella del Bond Terragarda, che avrebbero potuto fornire indicazioni sull'andamento della società emittente, in termini di posizionamento sul mercato dei capitali;
- non è stata rilevata l'esistenza di altre forme di indebitamento a titolo oneroso (come ad esempio l'indebitamento bancario), che avrebbe potuto fornire indicazioni in merito a tale posizionamento (attraverso l'analisi del tasso di interesse medio eventualmente praticato su tale indebitamento).

3.4. Principali assunzioni sottostanti la *Fairness opinion* e scelta del metodo di valutazione

Tenuto conto delle specificità del titolo di cui trattasi, sopra evidenziate (in particolare l'assenza di un set di prezzi scambiati sui mercati e le informazioni

circa la società emittente), la valutazione delle obbligazioni può essere effettuata attraverso l'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow (DCF) che, nel caso di specie, consiste nel calcolo del valore attuale attribuito ai futuri pagamenti delle relative cedole, unitamente al valore di rimborso.

Al riguardo, la scelta di tale metodo di valutazione, adottata dal dott. Guadalupi in sede di redazione della Perizia ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b, c.c., appare condivisibile. Tra l'altro, tale metodo è stato adottato anche nella Perizia Ferrante.

Il valore teorico equo si ottiene, dunque, scontando il valore di tali pagamenti futuri utilizzando un tasso di interesse appropriato; tasso che esprime il rischio insito nel titolo obbligazionario.

Tale tasso esprime dunque il rendimento richiesto dall'investitore per detenere l'obbligazione reinvestendo ogni pagamento di cedola a un tasso fisso fino alla scadenza della stessa. Fattori considerati in questo calcolo includono il prezzo dell'obbligazione, il valore nominale, il tasso di cedola e il tempo alla scadenza. Nel caso di specie, qualora fosse espresso dal mercato, il prezzo dell'obbligazione rappresenterebbe il *Fair value* e il rendimento a scadenza sarebbe espressione di un puro calcolo matematico. Non essendosi formato tuttavia alcun prezzo di mercato (come evidenziato sopra), a parità degli altri fattori, va identificato dapprima il tasso di rendimento richiesto dagli investitori e conseguentemente il *Fair value* del titolo obbligazionario.

Relativamente alla struttura cedolare del Bond Terragarda si precisa, come peraltro indicato nella Perizia Guadalupi, che occorre tenere conto della sostanziale assenza della cedola in scadenza al 30 aprile 2026 in quanto risulta che le pattuizioni tra il conferente RONA e la conferitaria EPH prevedono che detta cedola spetterà a (quindi sarà di pertinenza di) RONA. Conseguentemente nel formulare il giudizio conclusivo circa il *Fair value* dell'obbligazione Terragarda si è tenuto conto di tale elemento.

3.5. Il tasso di attualizzazione

Con riferimento alla categoria di rischio del Bond, da considerare ai fini della determinazione di un adeguato tasso di attualizzazione, appare corretto attribuire allo stesso una maggior rischiosità rispetto ad un *covered bond* tradizionale (titolo obbligazionario tipicamente emesso da una banca e caratterizzato da un basso profilo di rischio e un'elevata sicurezza per l'investitore, tenuto conto sia del patrimonio dell'emittente - la banca - sia del portafoglio separato di attivi di alta qualità - solitamente mutui ipotecari per le banche - posto a garanzia). Infatti, nel caso di specie, l'Emittente del Bond non è una banca ma una società di recente costituzione con *asset* patrimoniali limitati, pur in presenza di un patrimonio segregato a garanzia del pagamento delle cedole e del rimborso dell'obbligazione a scadenza. Inoltre, l'assenza di scambi dell'obbligazione, seppur quotata, ne aumenta il rischio secondo la teoria che vede nello *spread* per il rischio di credito l'inclusione di un premio per il rischio di liquidità (già sopra menzionato) e un premio per il rischio di mercato/volatilità che rappresenta il rischio che il valore dello *spread* vari nel tempo, influenzando il prezzo del titolo.

Per questi motivi, al fine di attribuire una categoria di rischio, la classificazione come titolo "high yield", già riscontrabile nelle relazioni peritali di stima ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lett. b) dei periti dott. Ferrante e dott. Guadalupi appare condivisibile.

Il metodo di valutazione adottato (il DCF, come detto) prevede la preventiva stima del tasso di rendimento al fine di valutare il rischio di credito del Bond Terragarda (e quindi il rendimento richiesto dagli investitori) a partire dal tasso *risk free*, rappresentato nel caso di specie dal Bund tedesco di pari scadenza, e conseguentemente determinare il *Fair value* del Bond Terragarda.

In ragione della Base Informativa disponibile, della tipologia e caratteristiche del bond oggetto di conferimento, della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali, il metodo di valutazione individuato, come detto, è il Discounted Cash Flow (DCF) in base al quale il *Fair value* è espresso in funzione dell'entità dei flussi cedolari attesi, della loro distribuzione temporale e del grado di rischio associato alla loro realizzazione.

Il tasso utilizzato nella Perizia Guadalupi, è stato determinato dal perito nella misura del 6%, utilizzando l'indice ICE BofA Euro High Yield Index, che misura lo *spread* medio (in bps - *basis points*) delle obbligazioni corporate *sub-investment grade* in euro rispetto alla curva *risk-free* (swap o governativi), del tipo OAS (Option-Adjusted Spread), determinandone la media (pari al 3,93%) dal 2022 alla rilevazione del 26.02.2026 (lo stesso tasso di attualizzazione del 6% è stato utilizzato nella Perizia Ferrante).

Lo scrivente ritiene che tale metodologia di determinazione del tasso sia condivisibile.

Infatti, l'indice ICE BofA Euro High Yield Index OAS, a giudizio dello scrivente, può intendersi rappresentativo del parametro ricercato (lo *spread*), oltre che valido indicatore chiave per monitorare il *sentiment* del mercato del credito europeo in tempo reale e identificare le fasi del ciclo economico.

È quindi logico assumere come base di riferimento per il calcolo dello *spread* per rischio di credito non un parametro istantaneo giornaliero, ma un parametro riferito ad un orizzonte temporale più ampio che normalizzi, utilizzandone la media o altri indicatori statistici, eventuali tensioni sui mercati finanziari. Sotto questo aspetto, pur non potendosi addivenire ad un parametro previsionale, trattandosi, nel caso dell'ICE BofA Euro High Yield Index OAS, di un indice storico, è ragionevole assumere uno *spread* più elevato di quello attuale che sostanzialmente rifletta il rischio di liquidità insito nel bond Terragarda e il rischio di un rialzo dei tassi di interesse a fronte di pressioni inflazionistiche derivanti dal conflitto in corso. Occorre precisare, al riguardo, come la fase attuale di mercato sia ancora caratterizzata da una contrazione, avviatasi nel 2024, degli *spread* richiesti dal mercato.

Lo scrivente, tra l'altro, ha confrontato i valori utilizzati dal dott. Guadalupi con quelli risultanti dall'osservazione del rendimento lordo dell'ETF obbligazionario

iShares € High Yield Corp Bond UCITS^{1,2} (“ETF”) che:

- investe in obbligazioni societarie europee ad alto rendimento (“high yield”) denominate in euro;
- è gestito da BlackRock tramite la piattaforma iShares;
- è stato lanciato nel 2010;
- investe in circa 650 obbligazioni, ha una duration intorno ai 2,4 anni e una scadenza media ponderata di circa 3 anni (in linea con quella del bond Terragarda);
- replica l’indice Markit iBoxx Euro Liquid High Yield Index, quest’ultimo utilizzato dagli investitori istituzionali come riferimento per valutare il rischio/rendimento del portafoglio *high yield* europeo relativamente a bond scambiati regolarmente, quindi più facile da replicare in un ETF e in grado di offrire in tempo reale una *proxy* del rendimento richiesto dagli investitori.

Si riportano di seguito i rendimenti lordi dei dividendi semestrali³ del suddetto ETF, dal primo all’ultimo, corrisposti quindi dalla data del 23.03.2011 e fino alla data del 24.09.2025 (n. 30 cedole semestrali).

Data pagamento	Rendimento	Data pagamento	Rendimento
24.09.2025	5,39%	28.03.2018	3,64%
26.03.2025	5,81%	29.09.2017	3,72%
25.09.2024	6,08%	31.03.2017	3,78%
27.03.2024	5,94%	30.09.2016	4,02%
27.09.2023	5,54%	29.03.2016	4,46%
29.03.2023	4,60%	17.09.2015	4,44%
28.09.2022	3,68%	19.03.2015	4,54%
30.03.2022	3,16%	10.09.2014	5,10%
29.09.2021	3,02%	19.03.2014	5,83%
24.03.2021	3,25%	18.09.2013	6,68%
30.09.2020	3,76%	13.03.2013	6,65%
25.03.2020	4,38%	12.09.2012	6,51%
25.09.2019	3,75%	21.03.2012	6,27%
27.03.2019	3,50%	21.09.2011	6,29%
26.09.2018	3,49%	23.03.2011	2,78%

Media 2011-2025	4,67%
Media 2022-2025	5,03%
Mediana 2011-2025	4,45%
Mediana 2022-2025	5,47%

Lo scrivente ritiene che i rendimenti dell’ETF in questione rappresentino una buona *proxy* del rendimento richiesto all’obbligazione Terragarda. Infatti, anche se da un lato l’ETF replica un paniere di *bond* estremamente liquidi, dall’altro essi

¹ <https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/251843/ishares-euro-high-yield-corporate-bond-ucits-etf>

² <https://www.ishares.com/it/investitore-privato/it/literature/kiid/eu-priips-ishares-high-yield-corp-bond-ucits-etf-ie00b66f4759-it.pdf>

³ Fonte Investing: <https://it.investing.com/etfs/ishares-markit-iboxx-eur-high-yld-dividends>

non sono garantiti da un patrimonio segregato ma dalla capacità patrimoniale dell'Emittente.

Conseguentemente, nel selezionare un tasso a cui scontare i flussi finanziari derivanti dall'obbligazione, un rendimento compreso tra quello medio 2022-2025 (5,03%) e quello mediano del medesimo periodo (5,47%), potrebbe rappresentare allo stato una proxy dell'*yield to maturity* richiesto al Bond Terragarda. Tuttavia in una logica di prudenza, tenuto anche conto del particolare momento di incertezza dei mercati internazionali, un rendimento di poco superiore quale il 6% come finora stimato nelle perizie del dott. Ferrante e, soprattutto, nell'ultima del dott. Guadalupi, risulta ragionevole. Lo scrivente ritiene, in sostanza, che il confronto con il rendimento del suddetto ETF (che risulta inferiore al 6% stimato dal dott. Guadalupi e dal dott. Ferrante) fornisca un valido conforto circa la correttezza e la prudenza adottata dai suddetti periti nel processo di determinazione del tasso.

Gli indici utilizzati dallo scrivente e dal dott. Guadalupi, del resto, rispondono alla seguente necessità: *“la valutazione “obiettiva”, specie quando consiste nell'attualizzazione dei flussi finanziari o reddituali futuri, deve essere il più possibile effettuata in base alle assunzioni e previsioni proprie degli operatori di mercato, e non a quelle proprie della società conferitaria; in caso diverso si avrebbe non un fair value bensì un “valore d'uso””* (Caratozzolo, I Bilanci Straordinari, 2009, pag. 258).

Il tasso *risk free* utilizzato dal perito dott. Guadalupi, infine risulta coerente con l'orizzonte temporale di riferimento quindi ritenuto dallo scrivente valido ed attuale.

3.6. Applicazione del Metodo Discounted Cash Flow (DCF)

Tenuto conto dei parametri indicati nei paragrafi che precedono, lo scrivente ha verificato che il DCF è stato applicato, nella Perizia Guadalupi, correttamente e coerentemente con gli stessi, come di seguito indicato.

Il DCF è stato utilizzato nella sua versione classica, in presenza di un numero di cedole periodiche e del valore nominale dell'obbligazione rimborsato a scadenza.

È stata quindi applicata e verificata la seguente formula:

$$\text{Valore attuale} = \sum (\text{Cedola } t / (1 + r)^n) + \text{Valore nominale} / (1 + r)^n$$

ove

- **Cedola t**: pagamento periodico semestrale
- **r**: tasso di attualizzazione (risk-free bund + spread rischio di credito)
- **n**: durata residua
- **Valore nominale**: somma rimborsata alla scadenza

L'applicazione del DCF descritta nella Perizia Guadalupi è effettuata attualizzando tutte le cedole a scadenza (con esclusione della cedola al 30.4.2026, in quanto contrattualmente di competenza della società conferente) e del capitale rimborsabile al 30.4.2029. Tale applicazione non considera, invece, l'ipotesi

alternativa in cui l'emittente Terragarda eserciti la facoltà di rimborso anticipato ("*callable clause*" esercitabile solo a partire dal 30 aprile 2027). Si noti, al riguardo, come:

- l'eventualità che l'emittente Terragarda eserciti tale facoltà appare remota, vista la misura del tasso nominale del Bond (4,25% annuo), nell'ottica del debitore;
- il metodo del DCF, nello scenario alternativo di rimborso anticipato, restituirebbe un valore attuale più elevato, in quanto il tasso di attualizzazione utilizzato è superiore al tasso nominale del Bond.

In sostanza, la scelta di non considerare tale scenario alternativo appare ragionevole e prudente.

4. CONCLUSIONI

Sulla base di quanto sopra esposto, tenuto conto delle difficoltà e dei limiti delle valutazioni adottate e delle assunzioni sottostanti, evidenziati nei paragrafi che precedono, si ritiene che l'Operazione sia economicamente conveniente per EPH, per ciò che attiene strettamente alla valutazione del *Fair value* attribuito al Bond Terragarda dal conferente RONA, risultato congruo sulla base della perizia redatta dal dott. Marcello Guadalupi.



(Daniele Cauzillo)