

**CHL S.p.A.**  
**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE**  
**SULLA CORRISPONDENZA AI VALORI DI MERCATO**  
**DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO**  
**DI CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI**  
**DELL'ART 2441, QUARTO COMMA, SECONDO PERIODO DEL CODICE CIVILE**

Agli azionisti di CHL S.p.A.

*1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO*

In relazione alla proposta di aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile, qui di seguito descritta, abbiamo ricevuto la relazione predisposta in data 12 giugno 2006 dal Consiglio di Amministrazione di CHL S.p.A. (di seguito, anche "CHL", ovvero la "Società") che illustra detta operazione.

Tale proposta, che prevede l'emissione di massimo n. 12.900.000 azioni ordinarie del valore nominale di euro 0,20 cadauna, godimento regolare, e pertanto per un importo nominale massimo di euro 2.580.000, da offrirsi in sottoscrizione al Fondo Cornell Capital Partners LP, sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, convocata per il giorno 23 luglio 2006 in prima convocazione e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 24 luglio 2006 ed in terza convocazione per il giorno 25 luglio 2006.

La suddetta emissione dovrà essere realizzata a cura dell'organo amministrativo di CHL in più tranches distinte, entro e non oltre 48 mesi dalla data di delibera assembleare.

Ai sensi degli art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile e 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito anche "TUF"), esprimiamo di seguito il nostro parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni CHL al valore di mercato delle azioni stesse, ovvero, nelle circostanze e come di seguito descritto, sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento di esecuzione dell'aumento di capitale.

Come riferito dagli Amministratori nella loro relazione sopra richiamata (di seguito anche la "Relazione"), l'aumento di capitale in esame si inserisce nell'ambito di un più ampio progetto di raccolta di nuove risorse finanziarie finalizzato a:

- (i) reperire risorse finanziarie, quando necessarie a supportare le azioni commerciali e d'investimento volte ad accelerare il programma di apertura dei negozi affiliati (c.d.

- Internet Ready) la cui copertura ottimale a livello nazionale è stimata in circa 2.500 negozi;
- (ii) ottimizzare i flussi di liquidità senza doverne sostenere i relativi oneri;
  - (iii) finanziare la ciclicità del settore;
  - (iv) rafforzare la struttura patrimoniale dell'Emittente.

Nel contesto sopra delineato, gli Amministratori hanno ritenuto, alla luce delle condizioni del mercato del capitale di rischio, della volatilità del mercato del debito e dell'attuale struttura di capitale della Società, di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti di CHL la sopra ricordata proposta di aumento del capitale, a pagamento, nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile.

Il suddetto aumento di capitale sociale verrà offerto in sottoscrizione al Fondo Cornell Capital Partners LP. Le azioni di futura emissione potranno essere emesse entro 24 mesi dal deposito della delibera assembleare. Il Consiglio di Amministrazione, nell'ipotesi in cui il corso futuro del titolo dovesse soddisfare interamente l'ammontare dell'investimento previsto dal Fondo (euro 10.000.000,00), nell'intento di voler completare l'emissione delle n. 12.900.000 azioni oggetto della delibera assembleare chiede che l'emissione possa essere completata entro il termine massimo di 48 mesi a favore di un altro soggetto di futura individuazione, alle medesime condizioni previste per il Fondo Cornell Capital Partners LP. Le azioni di futura emissione potranno quindi essere emesse entro 48 mesi dal deposito della delibera assembleare, pertanto, il Consiglio di Amministrazione di CHL propone che il prezzo unitario di dette azioni tenga conto del futuro corso del titolo.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni dovrà essere il minore dei VWAP rilevanti (prezzi medi delle azioni ponderato sulla base dei volumi scambiati) dei cinque giorni di scambi successivi alla richiesta dell'esercizio della tranche (da minimo euro 400.000,00 a massimo euro 1.600.000,00) scontato del 5% (di seguito lo "Sconto").

Non sono previsti vincoli di indisponibilità sulle azioni di nuova emissione assegnate in sede di collocamento.

## 2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

L'aumento di capitale in esame prevede l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, deliberato nei limiti del 10% del capitale preesistente della Società, coerentemente con le previsioni statutarie vigenti.

Con riferimento all'ulteriore requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, il Consiglio di Amministrazione, nella fattispecie in esame, ha ritenuto di proporre all'Assemblea non già la determinazione di un prezzo "finale" di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse, quanto piuttosto la determinazione del criterio cui

il Consiglio stesso dovrà attenersi, in sede di esecuzione dell'aumento di capitale, tenuto conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale e la sua concreta esecuzione.

Al riguardo, gli Amministratori hanno infatti precisato che, qualora avessero proposto all'Assemblea di deliberare il prezzo di emissione delle azioni, sarebbe sorto il rischio che tale prezzo non corrispondesse, al momento della esecuzione dell'aumento di capitale, al valore di mercato delle azioni stesse.

Pertanto, in considerazione della specificità e delle caratteristiche delle operazione sopra delineate, il nostro parere viene espresso, al fine di un idonea informazione degli Azionisti sulla proposta di aumento di capitale in esame, esclusivamente in relazione all'adeguatezza dei criteri utilizzati dagli Amministratori per individuare un prezzo di emissione delle azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale.

La presente relazione indica pertanto i criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà di valutazione incontrate; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali criteri, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro applicazione.

### 3. *DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA*

Nello svolgimento del nostro lavoro, abbiamo ottenuto, direttamente dalla Società o per suo tramite, i documenti e le informazioni utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione alla delibera dell'Assemblea Straordinaria del 21 luglio 2006 di aumento di capitale sociale della Società, del 12 giugno 2006;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni CHL registrate sul mercato MTAX sino alla data della presente relazione ed altre informazioni quali la volatilità del titolo e i volumi medi giornalieri (fonte Borsa Italiana);
- Statuto della Società, per le finalità di cui al presente lavoro.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 7 luglio 2006, che, per quanto a conoscenza della CHL, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

### 4. *CRITERI PROPOSTI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI*

L'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, consente alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, qualora lo statuto sociale lo preveda, di escludere il diritto d'opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione della società incaricata della revisione contabile.

Il Consiglio di Amministrazione di CHL ha ritenuto, al riguardo, che lo strumento più idoneo a soddisfare nel breve le esigenze della Società sia un'operazione di aumento di capitale sociale, in base al quale la Società, nel corso del periodo di esecuzione dell'aumento del capitale stesso, offrirà in sottoscrizione al Fondo Cornell Capital Partners LP, azioni ordinarie di nuova emissione. L'esecuzione dell'aumento di capitale avverrà in distinte tranches esecutive dell'aumento. Tutto ciò in conformità con i contenuti sottoscritti in data 20 marzo 2006, come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, tra gli azionisti di riferimento di CHL ed il Fondo Cornell Capital Partners LP.

Peraltro, l'efficacia di detto accordo è subordinata al verificarsi di determinate condizioni sospensive, qui di seguito riepilogate:

- la delibera dell'aumento di capitale offerto in opzione al Fondo Cornell Capital Partners LP non avvenga entro il 31 luglio 2006;
- le azioni ordinarie siano cancellate dal Listino di Borsa Italiana S.p.A. (MTAX);
- la Società sia o divenga incapace di fare fronte ai propri debiti e risulti in stato di insolvenza ai sensi del R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 e successive modificazioni;
- sia presentata istanza, richiesta o ordinanza ovvero sia approvata una delibera che porti alla liquidazione o all'amministrazione controllata della Società stessa o di qualunque componente del Gruppo;
- sia nominato un curatore per tutte o parte delle attività o della controllata della Società;
- uno o ciascuno degli Azionisti di Riferimento detengano una partecipazione al capitale della società inferiore al 15%;
- la Società perda il controllo di Frael S.p.A.;
- la Società stia violando uno degli impegni disciplinati dagli articoli 4. (Nuova richiesta), 6. (Pagamento di costi, spese, compensi, commissioni e fatturazione), 7. (Dichiarazione e garanzie), 10. (Covenants) e 11. (Dichiarazioni pubbliche), dell'accordo.

Ciò premesso, secondo quanto indicato dagli Amministratori, il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà determinato applicando un criterio fondato su:

- prezzi rilevati sul listino di Borsa Italiana S.p.A. (MTAX);
- l'applicazione di uno sconto
- un valore minimo e massimo di ciascuna tranche di emissione.

Per la determinazione dei prezzi rilevati il criterio matematico consiste nell'assumere il minore dei VWAP rilevati (prezzi medi delle azioni ponderato sulla base dei volumi scambiati) dei cinque giorni di scambi successivi alla richiesta dell'esercizio della tranche.

Lo sconto è stato individuato nella misura del 5% del prezzo rilevato. Gli Amministratori, con riferimento anche alla prassi borsistica per il collocamento di nuove azioni per le società i cui titoli sono negoziati sui mercati regolamentati, hanno ritenuto opportuno rettificare il prezzo mediante l'applicazione di uno sconto, che secondo le proprie valutazioni, contribuisca a considerare la misura del rischio finanziario sotteso alla specifica operazione.

Gli Amministratori hanno infatti rilevato come, nell'ambito di un aumento di capitale riservata ad un'istituzione finanziaria, si debba tenere altresì conto della tipologia del destinatario dell'operazione.

Il Consiglio di Amministrazione ha infatti precisato che, sulla base della prassi dagli stessi riscontrata in operazioni similari, il prezzo di sottoscrizione individuato nell'ambito di un'operazione di aumento di capitale sociale riservato ad operatori professionali è calcolato rettificando le quotazioni di mercato correnti del titolo per assorbire la cosiddetta volatilità, tramite l'applicazione di uno sconto, la cui entità rappresenta appunto la misura del rischio finanziario assunto dall'investitore.

La determinazione del valore dello sconto nel 5% deriva dall'analisi di operazioni similari svolte sul mercato europeo, dalla trattativa avvenuta con la controparte e tenendo conto dell'esigenza di protezione degli interessi patrimoniali dei soci esclusi dal diritto d'opzione.

Ognuna delle tranche emesse sarà compresa tra un valore minimo di euro 400.000,00 e euro 1.600.000,00.

#### 5. *DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE*

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nella valutazione di cui al precedente paragrafo 4.

#### 6. *RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE*

Sulla base delle considerazioni suesposte, tenuto conto delle caratteristiche di CHL (ed in particolare della volatilità del titolo) e della tipologia dell'operazione proposta, il Consiglio di Amministrazione ha valutato di determinare il prezzo di emissione delle azioni alla data di ciascuna tranche esecutiva dell'aumento di capitale in misura pari al minore dei VWAP rilevanti (prezzi medi delle azioni ponderato sulla base dei volumi scambiati) dei cinque giorni di scambi successivi alla richiesta dell'esercizio della tranche (da minimo euro 400.000,00 a massimo euro 1.600.000,00) scontato del 5%.

#### 7. *LAVORO SVOLTO*

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- svolto un esame critico dei criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni onde riscontrarne il contenuto ragionevole, motivato e non arbitrario;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali criteri fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta dei predetti criteri;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa della Società fino alla data di emissione della presente relazione e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri (fonte Borsa Italiana).

In particolare:

- con riguardo al prezzo, abbiamo analizzato, sotto un profilo di ragionevolezza e non di arbitrarietà, l'idoneità del criterio utilizzato per la definizione dello stesso nell'ambito della determinazione del prezzo di emissione;
- con riferimento allo sconto, abbiamo discusso con gli Amministratori le metodologie adottate per la selezione delle operazioni analoghe ed i risultati ottenuti dalla disamina delle stesse, da cui è emersa la prassi di concessione dello sconto.

#### 8. *COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI*

La scelta degli Amministratori di adottare , per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, criteri basati sull'individuazione, di un prezzo puntuale alla data di esecuzione dell'aumento di capitale e sull'applicazione di uno sconto determinato nella misura più sopra indicata, risulta nelle circostanze, anche alla luce della prassi di mercato, delle caratteristiche dell'operazione, delle modalità previste per il collocamento e della natura dei destinatari del collocamento stesso, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti a tale scelta ed al processo logico seguito dagli Amministratori per la sua adozione e per individuarne le modalità di attuazione.

Gli Amministratori hanno inoltre motivato la scelta di fare riferimento ad un criterio piuttosto che ad un prezzo di emissione puntuale precisando che, qualora avessero sottoposto all'Assemblea dei Soci una proposta di aumento di capitale che avesse individuato un prezzo di emissione puntuale

per le nuove azioni CHL, sarebbe sorto il rischio che tale prezzo non corrispondesse, al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale, al valore di mercato delle azioni stesse.

Con riguardo al prezzo del periodo di riferimento, gli Amministratori hanno infatti indicato nella relazione che, per società con caratteristiche analoghe a quelle di CHL, ad elevato flottante e liquidità, il prezzo di borsa in ogni momento deve intendersi come effettivamente rappresentativo del valore di mercato del titolo stesso. Di conseguenza, per operazioni del tipo di quella in esame, che prevede il coinvolgimento di investitori istituzionali, appare ragionevole che il prezzo di borsa a cui fare riferimento sia quello ponderato su un periodo sufficientemente significativo in termini di volumi di azioni scambiate e prossimo al momento nel quale il prezzo di emissione viene effettivamente stabilito.

Occorre inoltre rilevare che il riferimento al valore di mercato operato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, se sembra implicare di regola un riferimento ai prezzi di borsa, non esclude tuttavia l'applicabilità di un qualche correttivo agli stessi. Al riguardo, la dottrina esistente, supportata dall'ampia esperienza riscontrabile sui mercati europei, è infatti incline a ritenere che la "corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni al valore di mercato" non debba intendersi come esatta ed assoluta coincidenza fra tali grandezze. E' infatti riconosciuto che il prezzo di emissione possa presentare qualche scostamento rispetto al valore puntuale di mercato: ad esempio, in conseguenza dell'applicazione di uno sconto rispetto al prezzo di mercato corrente, anche in considerazione dei termini dell'offerta, quando essa sia indirizzata esclusivamente ad investitori istituzionali. A tale proposito, l'utilizzo dello sconto da parte degli Amministratori nell'individuazione del prezzo di emissione appare pertanto ragionevole e non arbitrario nelle circostanze e risulta puntualmente motivato nella Relazione.

L'adozione di tali criteri trova infine ulteriore giustificazione nell'interesse primario della Società, opportunamente rappresentato nella Relazione, di reperire, data la sua attuale struttura finanziaria, risorse finanziarie sul mercato dei capitali da destinare al rafforzamento della struttura patrimoniale del Gruppo, nonché a supporto della crescita del gruppo stesso.

#### *9. LIMITI SPECIFICI ED ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO*

Relativamente alle principali difficoltà e limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segna quanto segue:

- la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione, definito il numero massimo di azioni che saranno emesse, non indica il prezzo di emissione delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto, la presente relazione non ha ad oggetto la corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non ancora definito, al valore di mercato delle stesse, ma l'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento;

- il settore nel quale la società opera è caratterizzato da un elevato grado di innovazione e competitività: i prezzi espressi nei mercati ufficiali delle società “internet” quotate, infatti, riflettono implicitamente complesse ipotesi di sviluppo del mercato nazionale ed internazionale, attese di nuovi business generabili dalla combinazione o convergenza di prodotti e tecnologie ad elevato contenuto innovativo e conseguimento di posizioni di leadership di segmento o di nicchia. Anche per effetto di quanto sopra, il titolo CHL si caratterizza per un elevato grado di volatilità.

Si richiama inoltre l’attenzione sui seguenti aspetti:

- non saranno previsti vincoli di indisponibilità temporale per i titoli di nuova emissione che saranno sottoscritti dall’investitore istituzionale.
- si sottolinea infine quanto indicato dagli Amministratori nella relazione in merito al fatto che l’esecuzione dell’aumento di capitale in esame, da attuarsi in conformità ai criteri determinati dall’Assemblea, sarà demandata al Consiglio di Amministrazione, che provvederà ad offrire le azioni di nuova emissione all’investitore istituzionale nel momento in cui ne ricorrano le condizioni di mercato. Considerato che il criterio di determinazione del prezzo di emissione adottato dagli Amministratori è legato ai futuri andamenti del mercato, l’esecuzione della delibera di aumento di capitale farà quindi riferimento ad un valore di mercato delle azioni aggiornato alla data di esecuzione stessa. Il riferimento a detto valore, peraltro volto ad evitare il rischio che un prezzo fisso di emissione determinato dall’Assemblea, non corrisponda al valore di mercato delle azioni alla data di esecuzione, presuppone che le assunzioni poste a base dei criteri adottati dagli Amministratori alla data di esecuzione non siano mutate significativamente alla data di esecuzione dell’aumento di capitale.

## 10. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che i criteri individuati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell’esecuzione dell’aumento di capitale.

Firenze, 7 luglio 2006

Mazars & Guérard S.p.A.  
  
Simone Del Bianco  
socio