



BAKER TILLY REVISA

Società di Revisione e
Organizzazione Contabile
40125 Bologna
Via Guido Reni 2/2
Italy

T: +39 051 267141
F: +39 051 267547

www.bakertillyrevisa.it

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ART. 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
YOOX S.p.A.

Agli Azionisti di
Largenta Italia S.p.A.

1. Motivo ed oggetto dell'incarico

In data 12 maggio 2015 il Presidente del Tribunale di Bologna, su ricorso congiunto di YOOX S.p.A. (di seguito "**YOOX**" o "**Incorporante**") e di Deal S.r.L., poi ridenominata Largenta Italia S.p.A. (di seguito "**Largenta**" o "**Incorporanda**"), ha emesso Decreto di nomina affinché Baker Tilly Revisa S.p.A. provveda alla redazione della relazione prevista dall'art. 2501-sexies del Codice Civile, sul Rapporto di Cambio fra le azioni di YOOX e quelle di Largenta (di seguito "**Rapporto di Cambio**").

A tal fine, abbiamo ricevuto da YOOX e Largenta il progetto comune di fusione per incorporazione di Largenta in YOOX (di seguito il "**Progetto di fusione**"), corredato dalla Relazione del Consiglio di Amministrazione di YOOX che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio fra le azioni di YOOX e le azioni di Largenta.

Si precisa che il Socio Unico di Largenta si è avvalso della facoltà di rinunciare alla redazione della Relazione del Consiglio di Amministrazione, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-quinquies, ultimo comma del Codice Civile.

Abbiamo altresì ricevuto, le situazioni patrimoniali di cui all'art. 2501-quater del Codice Civile costituite dal bilancio d'esercizio di YOOX al 31 dicembre 2014 approvato dall'Assemblea dei soci del 30 aprile 2015 e dalla situazione patrimoniale dell'incorporanda al 10 aprile 2015, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Largenta in data 23 aprile 2015, nonché i verbali del Consiglio di Amministrazione di Largenta del 23 aprile 2015 e del 16 giugno 2015, che illustrano la metodologia seguita dagli Amministratori e giustificano il Rapporto di Cambio proposto.

Il Progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di YOOX e di Largentia, che verranno convocate nel rispetto della normativa vigente.

2. Descrizione dell'operazione

2.1 Sintesi dell'operazione

La Fusione si inserisce nel contesto dell'operazione di aggregazione delle attività di YOOX e di quelle della società The Net-A-Porter Group Limited (di seguito "**NAP**"), una società di diritto inglese indirettamente controllata da Compagnie Financière Richemont S.A. (di seguito "**Richemont**"), per il tramite di Richemont Holdings (UK) Limited (di seguito "**RH**"), operante nello stesso settore in cui opera YOOX, sulla base delle intese disciplinate nell'accordo di fusione (di seguito l'**"Accordo di Fusione"**) sottoscritto in data 31 marzo 2015 tra la stessa YOOX, da una parte, e Richemont e RH, dall'altra parte.

L'operazione è strutturata come una fusione per incorporazione in YOOX di Largentia. Per effetto della Fusione, gli azionisti di Largentia riceveranno in concambio un numero di azioni YOOX rappresentative di una partecipazione nel capitale sociale di YOOX post-fusione (calcolato su base *fully diluted*) pari al 50% di detto capitale.

2.2 Incorporante

YOOX S.p.A. con sede legale in Zola Predosa (Bo), ha un capitale sociale, alla data di approvazione del Progetto di fusione, di Euro 620.992,32 interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 62.099.232 azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale ed ammesse alle negoziazioni sul MTA.

Il capitale sociale include inoltre aumenti di capitale deliberati in passato dal Consiglio di Amministrazione di YOOX all'uopo autorizzato dall'Assemblea dei soci, relativi a piani di incentivazione del personale, per n. 3.517.704 azioni ordinarie, non ancora sottoscritte.

Alla data del Progetto di fusione YOOX deteneva in portafoglio n. 17.339 azioni ordinarie.

La società opera, anche tramite le sue controllate, nel commercio elettronico nonché nella prestazione di servizi commerciali relativi all'abbigliamento e suoi accessori e più in generale a tutto ciò che costituisce complemento alla persona ed alla casa, al tempo libero, allo svago, alla hobbistica. Il Gruppo vanta centri tecno logistici e uffici in Europa, Stati Uniti, Giappone, Cina e Hong Kong, e distribuisce in più di 100 Paesi nel mondo.

2.3 Incorporanda

Largenta è una società non operativa di recente costituzione come Deal S.r.L., poi ridenominata a seguito di deliberazioni di trasformazione in società per azioni e di modifica della denominazione sociale adottate dall'assemblea straordinaria in data 23 aprile 2015, con sede legale in Milano, con un capitale sociale, alla data di approvazione del Progetto di fusione, di Euro 50.000,00 interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 3.608 azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale.

NAP, principale *retailer* a livello mondiale di lusso on-line è una società controllata indirettamente da Richemont per il tramite di RH.

Alla data della presente relazione l'unico azionista di Largenta è RH, il quale conferirà a Largenta la partecipazione totalitaria in Largenta Limited (di seguito "**Largenta UK**") società controllante di NAP.

In data 23 aprile 2015, l'Assemblea di Largenta ha infatti deliberato un aumento di capitale inscindibile al servizio del conferimento per complessivi Euro 909.000.000, tramite emissione di n. 65.595.989 azioni ordinarie prive di valore nominale.

Pertanto, alla data di stipula dell'Atto di Fusione, a seguito dell'avvenuta esecuzione del conferimento, il capitale sociale di Largenta sarà pari ad Euro 655.955,97, suddiviso in n. 65.599.597 azioni ordinarie, prive di valore nominale ed Euro 908.394.044,03 di sovrapprezzo.

Il conferimento si basa su una valutazione predisposta ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b) del Codice Civile e l'atto di Conferimento sarà stipulato (e il Conferimento sarà eseguito), almeno cinque giorni lavorativi prima della stipula dell'Atto di Fusione.

2.4 Termini dell'operazione

YOOX darà attuazione alla fusione mediante un aumento di capitale per Euro 655.995,97 con emissione di complessive n. 65.599.597 azioni di nuova emissione, prive di indicazione del valore nominale.

Tali azioni saranno assegnate agli azionisti di Largenta (vale a dire RH ed eventualmente agli altri azionisti che siano divenuti tali nelle more del progetto di fusione) in proporzione alla rispettiva partecipazione detenuta dagli stessi azionisti in Largenta al momento dell'efficacia della fusione.

Resta inteso, ai sensi del Progetto di fusione, che le azioni da assegnare a RH saranno ripartite in modo che alla stessa sia assegnato:

- i. un numero di azioni ordinarie rappresentative, al massimo, del 25% del capitale sociale con diritto di voto di YOOX, calcolato sulla base del numero di azioni YOOX in circolazione alla data del Progetto di fusione;

- ii. per l'eventuale eccedenza, e fino a concorrenza del numero di azioni di YOOX da assegnare alla stessa, Azioni B.

Agli eventuali ulteriori azionisti di Largentia saranno assegnate in concambio esclusivamente azioni ordinarie.

Poiché, come previsto dal Progetto di fusione, in linea con l'Accordo di Fusione, le azioni ordinarie YOOX da assegnare in concambio agli azionisti di Largentia diversi da RH (sulla base delle partecipazioni in Largentia detenute dagli stessi a tale data) non può eccedere complessivamente il 4% del capitale sociale di YOOX post-fusione (determinato su base *fully diluted*), le complessive n. 65.599.597 azioni di nuova emissione di YOOX, prive di indicazione del valore nominale, saranno ripartite come segue:

- i. da un minimo di n. 20.693.964 fino a un massimo di n. 27.691.255 azioni ordinarie;
- ii. da un minimo di n. 37.908.342 fino a un massimo di n. 44.905.633 Azioni B.

In applicazione del suddetto principio, sulla base della situazione esistente alla data del Progetto di fusione, ossia sulla base del fatto che RH detiene il 100% del capitale di Largentia, le complessive n. 65.599.597 azioni di nuova emissione, prive di indicazione del valore nominale, saranno ripartite come segue:

- i. n. 20.693.964 azioni ordinarie, rappresentative del 25% del capitale sociale con diritto di voto di YOOX calcolato sulla base del numero di azioni YOOX in circolazione alla data del Progetto di fusione;
- ii. n. 44.905.633 Azioni B.

Le azioni ordinarie di YOOX emesse a servizio del Rapporto di Cambio saranno quotate sul MTA al pari delle azioni ordinarie dell'Emittente in circolazione alla data di efficacia della fusione.

Le Azioni B non saranno quotate e avranno le caratteristiche di cui allo statuto dell'Emittente che entrerà in vigore alla data di efficacia della Fusione, tra cui la facoltà di conversione in azioni ordinarie YOOX a condizione che, dopo la conversione, il numero complessivo delle azioni ordinarie possedute dal socio che l'ha richiesta (congiuntamente a quelle del soggetto controllante, delle società controllate e delle società soggette a comune controllo sulla base della nozione di controllo prevista dagli IAS-IFRS, di volta in volta vigenti) non ecceda il 25% del capitale sociale dell'Emittente rappresentato da azioni con diritto di voto.

In conseguenza del perfezionamento della fusione, tutte le azioni di Largentia verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie e Azioni B di YOOX, secondo il Rapporto di Cambio e con le modalità di assegnazione precedentemente descritte.

Ai sensi dell'Accordo di Fusione, le parti hanno concordato che lo statuto di YOOX che entrerà in vigore alla data di efficacia della fusione rifletterà, tra l'altro, le previsioni di seguito descritte:

- (a) le Azioni B non hanno diritto di voto né nell'Assemblea ordinaria, né nell'Assemblea straordinaria, ferma invece la piena titolarità anche in capo ai soci titolari di Azioni B di qualsiasi altro diritto amministrativo e patrimoniale di cui sono dotate le azioni ordinarie, nonché la titolarità dei diritti riservati ai titolari di azioni speciali dalle disposizioni normative vigenti e applicabili;
- (b) ciascun socio titolare di Azioni B può disporre liberamente delle proprie azioni ad eccezione di una Azione B che, per un periodo di cinque anni dalla data di efficacia della fusione, dovrà restare nella titolarità del socio titolare di Azioni B o di parti correlate di quest'ultimo (come individuate nel successivo punto (c));
- (c) in caso di trasferimento delle Azioni B a un soggetto diverso da una parte correlata (ai sensi dei Principi Contabili Internazionali IAS-IFRS) di Richemont, le Azioni B trasferite saranno automaticamente convertite, nel rapporto 1:1 in azioni ordinarie di YOOX;
- (d) ciascun socio titolare di Azioni B avrà la facoltà di convertire, in qualsiasi momento, nel medesimo Rapporto tutte o parte delle Azioni B possedute, a condizione tuttavia che il numero complessivo delle azioni ordinarie possedute dopo la conversione da parte del socio che l'ha richiesta (ivi incluse nel computo le azioni ordinarie possedute dal soggetto controllante, dalle società controllate e dalle società soggette a comune controllo sulla base della nozione di controllo prevista nei Principi Contabili Internazionali IAS-IFRS di volta in volta vigenti) non ecceda il 25% del capitale sociale di YOOX rappresentato da azioni ordinarie con diritto di voto;
- (e) nel caso di promozione di una offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie dell'Emittente, ciascun socio titolare di Azioni B avrà la facoltà di convertire, tutte o parte delle Azioni B possedute al fine esclusivo di trasferire all'offerente le azioni ordinarie derivanti dalla conversione;
- (f) ai sensi dell'Accordo di Fusione, le parti hanno inoltre concordato, tra l'altro, che lo statuto di YOOX post-fusione conterrà un meccanismo volto a limitare i diritti di RH (e delle sue parti correlate ai sensi dei Principi Contabili Internazionali IAS-IFRS) di nomina dei componenti del Consiglio di Amministrazione di YOOX, in modo che tali soggetti non possano nominare più di n. 2 membri del Consiglio di Amministrazione di YOOX;
- (g) nell'Accordo di Fusione le parti hanno, tra l'altro, previsto che, al fine di fornire alla società risultante dalla fusione nuova liquidità

per l'attuazione del proprio piano industriale, successivamente alla fusione potrà darsi esecuzione a un aumento di capitale delegato al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, secondo i principali termini e condizioni di seguito descritti:

- (i) ammontare massimo di Euro 200.000.000,00;
- (ii) numero massimo di azioni di YOOX di nuova emissione pari al 10% del capitale sociale quale risulterà a esito della fusione;
- (iii) l'aumento di capitale a valere sulla delega potrà essere offerto:
 - (x) a investitori qualificati, ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lett. b) del Regolamento Consob n. 11971/1999 come successivamente modificato e integrato con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 5, del Codice Civile; ovvero
 - (y) a *partner* strategici e/o industriali di YOOX, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 5, del Codice Civile; ovvero
 - (z) in opzione agli azionisti di YOOX;

ovvero attraverso una combinazione delle tre alternative di cui ai punti (x), (y) e (z) che precedono. Con riferimento all'aumento di capitale delegato, resta in ogni caso fermo quanto previsto nel patto parasociale tra YOOX, Richemont e RH in merito al voto favorevole di n. 1 consigliere designato da Richemont in caso di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione *sub* (x) e (y).

Costituisce presupposto essenziale della fusione che, a seguito del perfezionamento della fusione stessa:

- (i) YOOX sia titolare del 100% del capitale sociale di Largentia UK, il cui patrimonio consiste sostanzialmente solo della sua partecipazione in NAP;
- (ii) Largentia UK sia titolare del 100% del capitale sociale di NAP.

Più in dettaglio, alla data del Progetto di fusione, RH è titolare del 96% circa del capitale sociale ordinario di Largentia UK, ed è altresì titolare del diritto incondizionato a che a essa venga trasferita l'intera residua partecipazione nel capitale sociale di Largentia UK. Tale diritto riviene dal fatto che RH, sulla base delle previsioni dello statuto di Largentia UK e di un patto parasociale avente a oggetto la stessa, sottoscritto con gli altri titolari di azioni ordinarie, ha esercitato delle opzioni di acquisto su tale intera residua partecipazione nel capitale sociale di Largentia UK e, per l'effetto, riceverà le relative azioni al completamento della procedura

prevista dalla relativa documentazione contrattuale e societaria, per la determinazione del prezzo di trasferimento delle stesse dovuto da RH.

Ai sensi del diritto inglese l'esercizio dei sopra menzionati diritti di opzione attribuisce a RH la c.d. "*beneficial ownership*" sulle azioni opzionate (e pertanto il diritto incondizionato al trasferimento a suo favore di tali azioni), di talché, qualora – alla data prevista per l'esecuzione del Conferimento – il processo di determinazione del prezzo e di trasferimento di tali azioni non si fosse ancora concluso, RH conferirà a Largenta le azioni di cui è titolare, nonché i sopra indicati diritti (ma non l'obbligo di pagamento del corrispettivo delle azioni, che rimarrà in capo a RH), i quali, per effetto della fusione di Largenta in YOOX, entreranno nel patrimonio dell'Incorporante.

Alla data della presente Relazione, Largenta UK è titolare del 97% circa del capitale sociale ordinario di NAP e ha esercitato i diritti di opzione su una residua partecipazione costituita da azioni di categoria B e da azioni di categoria C, a essa spettanti in forza dello statuto di NAP.

Per l'effetto, ai sensi del diritto inglese, Largenta UK è titolare della c.d. "*beneficial ownership*" sulle suddette azioni rappresentative di categoria B e su quelle di categoria C (e pertanto del diritto incondizionato al trasferimento a suo favore di tali azioni).

Tale trasferimento avrà luogo all'esito della procedura di determinazione del relativo prezzo di trasferimento dovuto da Largenta UK secondo quanto previsto nello statuto di NAP. In base a quanto previsto nell'Accordo di Fusione, tale prezzo sarà corrisposto da Largenta UK per mezzo di fondi messi a disposizione, senza obbligo di rimborso da parte di Largenta UK medesima, da RH.

Il capitale di NAP include anche un numero minimo di "*deferred shares*", detenute da due azionisti di minoranza, che comunque saranno trasferite a Largenta o riacquistate dalla stessa NAP, a prezzo simbolico, entro la data di efficacia della fusione.

Infine, il capitale di NAP comprende anche una "*special share*" di titolarità di RH, che sarà trasferita a Largenta UK, a prezzo simbolico, dopo il completamento del processo per la determinazione del prezzo delle azioni di NAP oggetto di esercizio delle opzioni di acquisto da parte di RH e il trasferimento delle azioni opzionate a RH o Largenta UK, secondo il caso.

Tutti gli oneri connessi agli acquisti delle azioni come sopra riportato resteranno in ogni caso a carico di RH.

3. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori di YOOX e

di Largentia per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministratori delle Società non abbiamo effettuato una valutazione economica di YOOX e di Largentia.

Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di YOOX e dal Consiglio di Amministrazione di Largentia e dai loro consulenti incaricati.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della fusione espresse dagli Amministratori.

Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute, pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle società partecipanti all'operazione i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

A tale fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il Progetto di fusione redatto dai Consigli di Amministrazione di YOOX e di Largentia indirizzato alle rispettive Assemblee Straordinarie che propone il seguente Rapporto di Cambio:

n. 1 azione YOOX di nuova emissione, per ciascuna azione Largentia, senza prevedere alcun conguaglio in denaro;



- la Relazione degli Amministratori di YOOX redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- I verbali del Consiglio di Amministrazione di Largentia del 23 aprile 2015 e del 16 giugno 2015 che illustrano i criteri di valutazione adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- il documento di presentazione agli investitori dell'Operazione al 31 marzo 2015 ("Investor Presentation");
- i comunicati stampa e le informazioni sulla fusione rese disponibili al pubblico;
- i bilanci annuali di YOOX per gli esercizi 2012, 2013 e 2014;
- le proiezioni economico-finanziarie di YOOX per il periodo 2015-2019, redatte dal management della Società, ma non approvate dal Consiglio di Amministrazione, contenute nel documento "*Financial Guidelines 2015-2019*";
- le informazioni relative al piano di stock option di YOOX al 30 marzo 2015;
- gli Annual reports per gli esercizi 2013, 2014 e 2015 di NAP (52 settimane con chiusura a fine marzo di ciascun anno);
- gli Annual reports al 31 marzo 2013, 2014 e 2015 e i Consolidated non-statutory financial statements al 31 dicembre 2014 di Largentia UK;
- l'Annual report al 31 marzo 2014 di RH;
- il documento "Discussion Materials Project Beach" del 29 marzo 2015 redatto da Lazard per Richemont;
- la riclassificazione effettuata da KPMG dei dati finanziari di NAP basati sui management account e calendarizzati al 31 dicembre 2013 e 2014;
- le proiezioni economico-finanziarie di NAP per il periodo marzo 2015 - marzo 2020 redatte dal management di NAP;
- le proiezioni economico-finanziarie di NAP riviste, predisposte dal management di YOOX ("Revised Case");
- la Fairness opinion con riferimento alla congruità dal punto di vista



finanziario del Rapporto di Cambio, rilasciata da Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. in data 24 aprile 2015 ed indirizzata al Consiglio di Amministrazione di YOOX;

- la Fairness opinion con riferimento alla congruità finanziaria sul Rapporto di Cambio, rilasciata da Banca IMI S.p.A. in data 24 aprile 2015 ed indirizzata agli Amministratori Indipendenti di YOOX;
- la perizia di stima del valore di conferimento in Largentia rilasciata dai Prof. Silvano Corbella e Prof. Gabriele Villa;
- il documento “Project Spiaggia Discussion Materials for the Board of Directors” rilasciato da Goldman Sachs per YOOX;
- la situazione patrimoniale al 10 aprile 2015 di Deal S.r.L.;
- la situazione patrimoniale pro-forma al 10 aprile 2015 di Deal S.r.L., che riflette gli effetti del conferimento come se avesse già avuto luogo a tale data di riferimento;
- le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti in settori comparabili e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- ogni altra documentazione resaci disponibile ai fini dello svolgimento dell'incarico;
- abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di YOOX e di Largentia, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

I Consigli di Amministrazione di YOOX e di Largentia hanno determinato il Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle due società, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura per imprese operanti in questo settore ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna società partecipante alla fusione.

Nella fusione tra società l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente Rapporto di Cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni della società incorporanda

ed il numero delle azioni che l'incorporante assegna agli azionisti dell'incorporanda.

Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Le società oggetto dell'operazione sono state pertanto valutate in base a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative fossero pienamente confrontabili.

Le valutazioni sono state eseguite in ipotesi di continuità aziendale e considerando le società come entità disgiunte, ovvero in un'ottica *stand-alone* sulla base dell'attuale configurazione delle società prescindendo quindi da ogni considerazione concernente sinergie attese che possano derivare dalla fusione, prescindendo altresì dalla considerazione di premi di controllo.

Con riferimento a Largentia le valutazioni hanno preso come riferimento la società post conferimento. Posto che Largentia è il veicolo societario attraverso il quale Richemont deterrà il controllo indiretto di NAP, considerato che Largentia e Largentia UK, controllante di NAP, non hanno debito finanziario, né altre attività e passività significative, ne deriva che le valutazioni di Largentia coincidono con quelle di NAP.

Tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nelle prassi valutative nazionali ed internazionali, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, dello status di società quotata di YOOX e di società non quotata di NAP, nonché della natura dell'operazione, gli Amministratori delle due società hanno applicato le seguenti metodologie di valutazione:

- Metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF")

Il metodo DCF determina il valore di un'azienda o di un'attività economica nella sua globalità, sulla base della capacità della stessa di generare flussi di cassa. In particolare, tale criterio si basa sull'ipotesi che il valore di un'azienda o di un'attività sia pari:

- (i) al valore attuale dei flussi di cassa generati nel futuro, attualizzati a un opportuno tasso di sconto rappresentato nel caso di specie dal costo medio ponderato del capitale investito della società (*Weighted Average Cost of Capital* - **WACC**);
- (ii) di un valore terminale anch'esso attualizzato al medesimo tasso di sconto.

- Metodo dei multipli di mercato



Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle informazioni fornite dal mercato riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori della società oggetto di valutazione. I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

Altre metodologie comuni alla prassi professionale, quali l'analisi dei prezzi di mercato e l'analisi dei *target price* degli analisti di ricerca, risultano non applicabili nel caso in esame in considerazione della natura di società privata di NAP; inoltre, la natura di *merger of equals* dell'operazione in esame e le specificità delle società coinvolte, limitano l'applicabilità della metodologia dei multipli di transazioni precedenti di settore, riferite a operazioni di acquisizione con passaggio di controllo e a società con limitata comparabilità nei modelli di *business*.

Alla luce di quanto premesso sopra e ai fini delle analisi svolte, gli Amministratori delle due società non indicano valori assoluti attribuibili a YOOX e NAP, ma si limitano ad esprimere esclusivamente la contribuzione dei capitali economici di ciascuna delle due società alla società risultante dalla fusione.

A tale riguardo, gli Amministratori delle due società precisano che tali valutazioni vanno quindi unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla fusione e che, in particolare, i metodi utilizzati ed i conseguenti valori sono stati stimati al solo fine di individuare un intervallo per la determinazione del Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della fusione e che in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni circa il prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.

a) *Metodi analitici: Discounted Cash Flow*

Tale metodologia di valutazione è stata adottata al fine di cogliere le specificità di entrambe le società partecipanti alla fusione in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio e struttura patrimoniale.

In base a questo criterio, il valore del capitale economico di una società è stimato come la somma (i) del valore attuale dei flussi di cassa operativi "unlevered" attesi nel periodo di proiezione, e (ii) di un valore terminale, al netto di (iii) debito finanziario netto e interessi di terzi, come espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} - DF_{10}$$

dove:

W = Valore del capitale economico (Equity Value)

FCt = Flusso di cassa operativo “*unlevered*” annuale atteso nel periodo t

VT = Valore terminale

DF = Posizione finanziaria netta e interessi di terzi al momento t=0

n = Numero dei periodi di proiezione esplicita

WACC = Costo medio ponderato del capitale

I flussi operativi “*unlevered*” del periodo di proiezione esplicita sono determinabili analiticamente come segue:

- + Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT);
- Imposte sull’EBIT (al netto di aggiustamenti di natura non monetaria considerati parte della base imponibile nella contabilità fiscale);
- + Ammortamenti / costi aventi natura non monetaria;
- Investimenti fissi;
- +/- Variazioni del capitale circolante netto.

Nel dettaglio i singoli parametri rilevanti:

Flussi finanziari

Esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa di un’azienda e, pertanto, si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell’attività operativa dell’azienda stessa, sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti.

La sommatoria dei flussi di cassa operativi attualizzati esprime di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un’impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo. Ai fini della valutazione, questi flussi sono normalmente determinati al netto delle imposte.

Valore terminale

Nel processo valutativo non è sufficiente attualizzare i flussi finanziari previsti nel business plan dell’azienda, ma è anche necessario calcolare un valore per i flussi annuali che sono al di là della soglia di previsione analitica del business plan. Ai fini della stima di tale valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore terminale può essere determinato come:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo Price/Earning per share, Price/Net book value per share o Enterprise Value/Ebitda;
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio.

Costo medio ponderato del capitale

I flussi finanziari da attualizzare sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nelle società. Sulla base della prassi e della dottrina e in particolare della tecnica valutativa del Capital Asset Pricing Model (CAPM), il Costo medio ponderato del capitale (WACC) è definito come segue:

$$WACC = K_d (1-t) \frac{D}{D+E} + K_e \frac{E}{D+E}$$

dove:

K_d = Costo del capitale di debito al netto dell'effetto fiscale

K_e = Costo del capitale proprio

D = Capitale di debito

E = Capitale di rischio

t = Aliquota fiscale

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing Model* attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

- K_e = Costo del capitale di rischio
- R_f = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio
- β = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento
- R_m = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento.

In via generale, il tasso WACC utilizzato ai fini della stima del valore del capitale economico riflette ipotesi coerenti con i *benchmark* di mercato relativi al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso su rendimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario), nonché con la struttura del capitale delle attività oggetto di valutazione, assunta priva di debito per entrambe le società.

b) *Metodi analitici: Multipli di mercato*

La metodologia deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili e, in particolare, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie (ad esempio l'EBITDA, i ricavi, i flussi di cassa) e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore.

I passaggi principali nell'applicazione di tale metodologia sono:

- (i) la definizione del campione di riferimento delle società aventi caratteristiche comparabili;
- (ii) la scelta dei multipli appropriati;
- (iii) il calcolo dei multipli per le società aventi caratteristiche comparabili e l'identificazione di un range di valori da applicare alla società oggetto di valutazione;
- (iv) l'applicazione dei multipli alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione.

Il calcolo dei multipli richiede l'osservazione del valore di mercato della società, che può essere il valore del capitale economico o l'*Enterprise Value* e l'identificazione di una grandezza finanziaria coerente.

Inoltre, i valori e le grandezze finanziarie rilevanti dovrebbero subire gli

aggiustamenti appropriati al fine di assicurare che i multipli siano calcolati in maniera coerente con riguardo a tutte le società del campione di riferimento, tenendo in considerazione, se necessario, le differenze nei principi contabili, nella struttura finanziaria ecc..

5.1 Risultati emersi dalla valutazione degli Amministratori di YOOX

5.1.1 Metodo del *Discounted Cash Flow*

La stima del valore del capitale economico di YOOX è stata determinata scontando i flussi di cassa indicati nelle *Financial Guidelines 2015-2019*, preparate dal *management* di YOOX; il corrispondente valore di NAP è stato determinato sulla base del *Management Business Plan 2015-2020* preparato dal *management* di NAP, riformulato dal *management* di YOOX, per riflettere delle assunzioni più conservative in termini sia di crescita sia di profittabilità, anche per omogeneità con le stime incluse nei piani predisposti per YOOX.

Gli Amministratori hanno ritenuto, alla luce della comparabilità dei profili di attività delle due società, di applicare ipotesi finanziarie analoghe riguardo i tassi di crescita dei flussi di cassa per la stima del valore terminale.

Il tasso WACC è stato determinato considerando il tasso *free risk* riferito a titoli governativi con durata decennale dei paesi ove hanno sede le due società, l'*equity risk premium* determinato sulla base di serie storiche differenti per tenere conto delle peculiarità delle due società e di un tasso Beta comune ad entrambe.

La metodologia è stata applicata tenendo altresì conto di analisi di sensitività in relazione al costo del capitale ed ai tassi di crescita dei flussi di cassa per la stima del valore terminale.

All'*Enterprise Value* come sopra determinato è stata sommata la PFN onde addivenire all'*Equity Value* delle due società.

Il risultato dell'analisi nel caso base considerato è indicato nella tabella seguente:

Metodologia DCF	YOOX	NAP
Contribuzione del capitale economico	41%	59%

5.1.2 *Analisi dei multipli di mercato*

Alla luce dello status di società quotata di YOOX e delle similitudini tra le due società in termini di mercato di riferimento, modello di business e prospettive economico-finanziarie, gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare i multipli di mercato di YOOX stessa per la valutazione di NAP, in quanto ritenuti maggiormente significativi rispetto alle altre società del campione analizzato. Implicitamente, dato l'uso di multipli equivalenti per le due società, tale scelta equivale a confrontare il valore del capitale economico delle due società sulla base della contribuzione relativa di certe metriche economiche (quali, nel caso specifico, ricavi, EBITDA e utile netto) tenendo poi conto, laddove necessario, delle posizioni finanziarie nette di riferimento per determinare la contribuzione su base *Equity Value*.

Per NAP la posizione finanziaria netta è pari a zero, in considerazione dell'accordo tra le parti che prevede che il debito finanziario esistente di NAP venga estinto prima della fusione.

Tali moltiplicatori sono stati applicati ai ricavi, all'EBITDA e all'utile netto delle due società per l'anno 2014, opportunamente aggiustati per massimizzare la comparabilità.

Il risultato dell'applicazione del metodo dei multipli è indicato nella tabella seguente:

Metodologia dei multipli	YOOX	NAP
Contribuzione del capitale economico		
– Multipli dei ricavi	42%	58%
– Multipli dell'EBITDA adjusted	47%	53%
– Multipli dell'utile netto adjusted	40%	60%

Gli Amministratori hanno inoltre esaminato le contribuzioni relative del Capitale Economico di YOOX e NAP alla società risultante dalla fusione anche sui due esercizi successivi, sulla base di stime prospettiche. Tale confronto ha confermato le risultanze dell'analisi condotta sui dati storici, evidenziando finanche una contribuzione crescente del Capitale Economico di NAP alla società risultante dalla fusione, e fornendo quindi ulteriore conforto alle indicazioni provenienti dall'analisi svolta sui dati del 2014.

Gli Amministratori hanno anche osservato che, su base storica, la contribuzione relativa è solo recentemente evoluta a favore di NAP, e che nel tempo YOOX ha mostrato un migliore *track-record* di profittabilità e minore volatilità nei risultati. Infine, a completamento del lavoro valutativo e come metodologia di controllo, gli Amministratori hanno confrontato i multipli impliciti di NAP, valorizzando il capitale economico della società

sulla base del prezzo di mercato di YOOX al 27 marzo 2015 e del Rapporto di Cambio proposto, con quelli di un campione di altre società attive nel settore dell'*e-commerce*. Il confronto tra i multipli impliciti di NAP e quelli del campione ha dato conforto al Consiglio di Amministrazione in quanto i multipli impliciti della società risultano essere inferiori a quelli delle società del campione.

5.1.3 *Determinazione del Rapporto di Cambio*

Tenendo conto dei risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, della dinamica negoziale con la controparte e di altri elementi qualitativi e quantitativi quali ad esempio il considerevole *track-record* di profittabilità di YOOX e la sostanziale omogeneità delle prospettive di sviluppo delle due società, il Consiglio di Amministrazione - preso atto delle conclusioni contenute nelle *fairness opinion* rilasciate per il Consiglio di Amministrazione e gli Amministratori Indipendenti di YOOX rispettivamente da Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Banca IMI S.p.A., ha deliberato di proporre un Rapporto di Cambio corrispondente ad una contribuzione del capitale economico di YOOX al capitale *fully diluted* della società risultante dalla fusione pari al 50%. Alla luce della composizione del capitale sociale di Largenta post riorganizzazione, il Consiglio di Amministrazione ha quindi deliberato di proporre un Rapporto di Cambio pari a una azione YOOX di nuova emissione per ciascuna azione Largenta. Il Consiglio di Amministrazione ha anche stabilito, pur nel rispetto delle altre disposizioni dell'Accordo di Fusione, di emettere a servizio del Rapporto di Cambio indifferentemente azioni ordinarie o Azioni B, in considerazione degli equivalenti diritti patrimoniali ed economici delle due classi di azioni e della convertibilità automatica delle Azioni B in azioni ordinarie nel caso di cessione a terzi.

5.2 Risultati emersi dalla valutazione degli Amministratori di LARGENTA

5.2.1 *Metodo del Discounted Cash Flow*

L'*Enterprise Value* di NAP è stato determinato scontando i flussi di cassa del *Management Business Plan 2015-2020* predisposto dal *management* di NAP e calcolando il *Terminal Value* sulla base di un tasso di crescita stimato. L'*Enterprise Value* di YOOX è stato determinato anch'esso sulla base dei piani del management indicato nelle *Financial Guidelines 2015-2019*, mentre il *Terminal Value* è stato calcolato sulla base di un multiplo dell'EBITDA in considerazione delle incongruenze riscontrate nelle altre componenti del free cash flow prospettico tra i dati del piano del management e le indicazioni del *consensus* degli analisti.

Anche l'analisi fatta dagli Amministratori di Largenta ha preso in esame ipotesi finanziarie analoghe riguardo al tasso WACC, che è stato

determinato considerando il tasso *free risk* riferito ai paesi dove operano le due società, *l'equity risk premium* determinato sulla base di banche dati pubbliche in relazione ai mercati di sbocco delle vendite e di un tasso beta comune ad entrambe, determinato in base alla media dei beta *unlevered* di società quotate comparabili.

La metodologia è stata applicata tenendo altresì conto di analisi di sensitività in relazione al costo del capitale ed ai tassi di crescita dei flussi di cassa per NAP ovvero ai multipli per YOOX ai fini della stima del valore terminale.

L'Equity Value ha tenuto in considerazione la posizione della PFN al 31 dicembre 2014 di YOOX mentre per NAP è stata considerata pari a zero in quanto si prevede che il debito finanziario esistente di NAP venga estinto prima della fusione.

Il risultato dell'analisi nel caso base considerato è indicato nella tabella seguente:

Metodologia DCF	YOOX	NAP
Contribuzione del capitale economico	49%	51%

Inoltre è stata effettuata una ipotesi differente di applicazione del metodo DCF improntata a criteri più conservativi che ha preso in esame una versione rivista dei piani originariamente predisposti dal management delle due società, portando a risultati ancora più prossimi ad una contribuzione del capitale economico di ciascuna società del 50%.

5.2.2 *Analisi dei multipli di mercato*

L'Enterprise Value delle due società è stato stimato adottando multipli di mercato uguali alle grandezze rappresentate dalle vendite e dall'EBITDA. I multipli utilizzati sono quelli medi utilizzati per aziende operanti nello stesso settore. Le vendite e l'EBITDA sono riferiti agli esercizi 2013, 2014 e 2015 (dato previsionale) dopo aver calendarizzato sulla base dell'anno solare, per motivi di omogeneità i dati di NAP, originariamente riferiti ad un esercizio di 52 settimane con chiusura al 31 marzo di ciascun anno.

Considerato l'uso di multipli equivalenti per le due società, tale scelta equivale a confrontare il valore del capitale economico delle società sulla base della contribuzione relativa di certe metriche economiche (quali, nel caso specifico, ricavi ed EBITDA) tenendo poi conto, laddove necessario, delle posizioni finanziarie nette di riferimento per determinare la contribuzione su base *Equity Value*. Per NAP la posizione finanziaria netta è pari a zero, in considerazione dell'accordo tra le parti che prevede che il debito finanziario esistente di NAP venga estinto prima della fusione.

Sulla base di tali analisi è stata calcolata la contribuzione del Capitale Economico delle due società a quella post fusione, come segue:

Metodologia dei multipli	YOOX	NAP
Contribuzione del capitale economico		
- Multipli dei ricavi 2013, 2014 e 2015	38-44%	56-62%
- Multipli dell'EBITDA 2013, 2014 e 2015	46-49%	51-54%

Il parametro EV/RICAVI è utilizzato nelle analisi del settore *e-commerce* e più in generale delle internet companies, soprattutto nei casi in cui la redditività della società oggetto di valutazione è negativa o comunque non ancora stabilizzata su livelli "normali", che consentano di formulare delle previsioni attendibili sulla evoluzione futura della redditività stessa.

Con riferimento a YOOX e NAP, considerato il *track record* in termini di EBITDA delle società e quindi la ragionevole possibilità di prevedere le dinamiche reddituali future delle stesse, gli Amministratori ritengono che il multiplo EV/EBITDA consenta una determinazione più accurata del valore economico delle Società, in quanto fattorizza, diversamente dal multiplo EV/RICAVI, la maggiore o minore efficienza in termini di struttura dei costi di YOOX e NAP.

Con riferimento all'evoluzione della contribuzione relativa negli anni 2013-2015 oggetto dell'analisi, gli Amministratori evidenziano come YOOX abbia mostrato una minore volatilità e conseguentemente una maggiore prevedibilità e in ultima analisi un minor rischio associato alla dinamica dei flussi reddituali.

5.2.3 Determinazione del Rapporto di Cambio

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno considerato le caratteristiche di ciascuna Società, e in particolare dello status di società quotata di YOOX e di società non quotata di NAP, che giustificano l'applicazione di un cosiddetto "sconto di liquidità" alla valutazione di NAP rispetto a quella di YOOX.

Alla luce dei risultati emersi in base all'applicazione delle metodologie di valutazione sopra descritte, gli Amministratori di Largentia hanno deliberato di proporre che il Rapporto di Cambio venga determinato in un'azione di YOOX per ciascuna azione di Largentia, corrispondente ad una contribuzione del capitale economico della società al capitale *fully diluted* della società risultante dalla fusione pari al 50%.

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Le principali difficoltà e limitazioni rilevate dagli Amministratori nelle valutazioni effettuate per la determinazione del Rapporto di Cambio sono state le seguenti:

- l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico-finanziari storici e previsionali elaborati da YOOX e NAP; i dati previsionali presentano per loro natura profili di incertezza ed indeterminatezza;
- i dati economico-finanziari relativi a NAP presentano elementi di significativa disomogeneità rispetto alle grandezze equivalenti di YOOX, per via di differenti valute di riferimento (Euro per YOOX, Sterlina per NAP), date di chiusura e durata dell'esercizio (anno solare con chiusura al 31 dicembre per YOOX, 52 settimane con chiusura a fine marzo per NAP) e principi contabili di redazione (IAS/IFRS per YOOX, UK GAAP per NAP);
- i dati economico-finanziari di NAP per l'anno di calendario concluso a dicembre 2014 sono basati sulla contabilità direzionale della società, non necessariamente in linea con i principi contabili di riferimento e includono una serie di aggiustamenti ritenuti necessari al fine di massimizzare la comparabilità con i risultati di YOOX, quali, ad esempio, aggiustamenti relativi a costi non ricorrenti legati all'appartenenza di NAP al Gruppo Richemont;
- i dati economico-finanziari previsionali di NAP sono stati rielaborati sia dal management di YOOX che dagli Amministratori di Largentia con il supporto dei rispettivi consulenti, sulla base di ipotesi che non necessariamente riflettono le opinioni del management di NAP;
- il gruppo NAP non è quotato e conseguentemente non esiste un riscontro valutativo di mercato utile come termine di paragone per il Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori delle due società;
- l'analisi dei multipli di mercato si è basata su un campione di società operanti nel settore *e-commerce*, tra le quali YOOX stessa. Gli Amministratori hanno ritenuto che YOOX in primo luogo e le altre società del campione in subordine rappresentino il migliore benchmark possibile di riferimento per NAP in un'ottica di confrontabilità. Tuttavia, ciascuna società presa in considerazione, inclusa YOOX, ha le proprie peculiari caratteristiche e nessuna delle società del campione può essere considerata pienamente comparabile alla società oggetto di valutazione;

- l'utilizzo dei dati, quali coefficienti beta e multipli di Borsa, tratti dalle osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale.

7. Lavoro svolto

Relativamente ai metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, per la stima del valore delle società e quindi, del Rapporto di Cambio, abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio, preservando il criterio dell'omogeneità valutativa.

Abbiamo inoltre svolto, tra le altre, le seguenti procedure:

- esaminato il Progetto di fusione e la relazione illustrativa redatta dagli Amministratori di YOOX ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2012, 2013 e 2014 di YOOX, corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- esaminato gli Annual reports al 31 marzo 2013, 2014 e 2015 (52 settimane con chiusura a fine marzo di ciascun anno) di NAP;
- esaminato gli Annual reports al 31 marzo 2013, 2014 e 2015 e il Consolidated non-statutory financial statements al 31 dicembre 2014 di Largentia UK;
- esaminato l'Annual report al 31 marzo 2014 di RH;
- analizzato le proiezioni economico-finanziarie di YOOX per il periodo 2015-2019, redatte dal management della Società, ma non approvate dal Consiglio di Amministrazione, contenute nel documento "*Financial Guidelines 2015-2019*";
- verificate le assunzioni e la costruzione dei piani stand-alone delle società attraverso l'analisi e l'esame dei dettagli di piano forniti, il confronto con il management e con i consulenti che hanno assistito gli Amministratori;

- discusso con la società di revisione KPMG il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2014 di YOOX;
- discusso con Goldman Sachs, le assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminato con i Professori Gabriele Villa e Silvano Corbella la perizia di stima del valore di conferimento di NAP in Deal, ora Largentia;
- esaminato gli statuti sociali attualmente in vigore delle società partecipanti alla fusione e la bozza dello statuto della società risultante dalla fusione;
- verificate le *sensitivity analysis* svolte, con l'obiettivo di accertare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificata l'accuratezza dei calcoli matematici delle valutazioni utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio dagli Amministratori con l'ausilio dei loro consulenti;
- esaminato il documento di presentazione agli investitori dell'operazione al 31 marzo 2015 ("*Investor Presentation*");
- esaminato i comunicati stampa e le informazioni sulla fusione rese disponibili al pubblico da YOOX e da NAP;
- analizzato le informazioni relative al piano di stock option di YOOX al 30 marzo 2015;
- esaminata la riclassificazione effettuata da KPMG dei dati finanziari di NAP basati sui management accounts e calendarizzati al 31 dicembre 2014;
- esaminato le proiezioni economico-finanziarie di NAP per il periodo marzo 2015 – marzo 2020 redatte dal management di NAP;
- esaminato le proiezioni economico-finanziarie di NAP riviste, così come predisposte dal management di YOOX ("*Revised Case*");
- analizzato i verbali del Consiglio di Amministrazione di Largentia del 23 aprile 2015 e del 16 giugno 2015 che illustrano i criteri di valutazione adottati ai fini della determinazione del Rapporto di

Cambio;

- discusso con Lazard, le assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminato la situazione patrimoniale al 10 aprile 2015 di Deal S.r.L.;
- esaminato la situazione patrimoniale pro-forma al 10 aprile 2015 di Deal S.r.L. ora Largentia che riflette gli effetti del conferimento come se avesse già avuto luogo a tale data di riferimento;
- analizzato e discusso la *Fairness opinion* con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio, rilasciata da Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. in data 24 aprile 2015 ed indirizzata al Consiglio di Amministrazione di YOOX;
- analizzato e discusso la *Fairness opinion* con riferimento alla congruità finanziaria sul Rapporto di Cambio, rilasciata da Banca IMI S.p.A. in data 24 aprile 2015 ed indirizzata agli Amministratori Indipendenti di YOOX;
- reperito ed analizzato le informazioni pubbliche considerate rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative selezionate, inclusi i dati di mercato relativi al campione di società quotate comparabili e alle transazioni comparabili incluse ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- raccolto, attraverso colloqui con il management e la società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo per le finalità dell'incarico conferitoci;
- analizzato ogni altra documentazione resaci disponibile ai fini dello svolgimento dell'incarico;
- ottenuto altresì un'attestazione da parte dei rappresentanti legali delle due società partecipanti alla fusione che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, stima pertanto non utilizzabile per finalità diverse.

Nelle valutazioni di operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte, particolarmente nell'attuale contesto di mercato, quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- i metodi valutativi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;
- i metodi utilizzati sono stati individuati nel rispetto di un principio generale di omogeneità ed applicati con modalità coerenti tra le due società, operando con la finalità di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- i metodi sono stati applicati con riferimento alle due società considerate distintamente ed in ipotesi di autonomia, ovvero prescindendo dai possibili effetti derivanti dalla fusione;
- nella determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno tenuto conto della valenza strategica dell'operazione e dell'assetto di governance concordato nell'ambito della prospettata fusione;



- rispetto ai valori economici rivenienti dallo sviluppo delle metodologie valutative *stand-alone*, gli Amministratori hanno negoziato un Rapporto di Cambio che incorpora altri elementi qualitativi e quantitativi quali ad esempio lo status di società quotata di YOOX, il considerevole *track-record* di profittabilità di YOOX e la sostanziale omogeneità delle prospettive di sviluppo delle due società;
- riteniamo che la scelta degli Amministratori di YOOX di individuare il Rapporto di Cambio proposto che incorpora un premio agli azionisti di YOOX rispetto all'intervallo di valori di Rapporto di Cambio risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione *stand-alone*, sia giustificata in considerazione della valenza strategica della prospettata fusione e delle sinergie derivanti dalla stessa, nonché da elementi quantitativi e qualitativi quali la maggiore stabilità dei risultati economici di YOOX, il considerevole *track record* di profittabilità e la maggiore liquidabilità delle azioni quotate di YOOX. Tali fattori trovano una loro ragionevole misurazione mediante l'applicazione di un *additional risk premium* al coefficiente Beta di NAP nell'ambito della valutazione con il metodo DCF, e con l'applicazione di uno sconto rispetto ai multipli utilizzati per NAP, come in uso nella prassi professionale ed accettato dalla dottrina prevalente.

9. Condizioni per la fusione

Come indicato nel Progetto di fusione la sua realizzazione è condizionata, oltre a quanto previsto dalla normativa vigente sulla fusione in merito alle delibere assembleari ed alle opposizioni da parte dei creditori, nonché all'ammissione a quotazione sul MTA delle azioni ordinarie YOOX emesse al servizio del concambio della fusione, da quanto segue:

- l'esecuzione del conferimento in Largenta del compendio aziendale rappresentato dalla partecipazione di Largenta UK detenuta da RH;
- la titolarità del 100% del capitale di NAP da parte di Largenta UK, all'esito delle *call* esercitate da RH sulle azioni di Largenta UK e NAP;
- l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni delle Autorità Antitrust in Austria, Germania, Giappone, Regno Unito, Ucraina e USA entro il 31 dicembre 2015.

10. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo.

Oltre a quanto già indicato dagli Amministratori, relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, segnaliamo quanto segue:

- gli Amministratori hanno adottato, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, delle metodologie di valutazione basate anche sull'utilizzo di previsioni economico-finanziarie prospettiche. Tali dati prospettici contengono per loro natura, elementi d'incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti di contesto di mercato, normativo e dello scenario macroeconomico. Tali proiezioni sono state analizzate sotto il profilo della ragionevolezza complessiva e della continuità ed omogeneità dei principi contabili applicati, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- gli Amministratori affermano di aver individuato il Rapporto di Cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi, senza peraltro esplicitare tutti gli elementi di calcolo che li hanno condotti all'identificazione del puntuale Rapporto di Cambio prescelto. Gli Amministratori, nella determinazione del Rapporto di Cambio risultante dall'applicazione dei diversi metodi valutativi utilizzati non hanno indicato i valori assoluti risultanti da tali metodologie;
- in considerazione del fatto che NAP fa parte di un Gruppo quotato e che YOOX è a sua volta quotata in Borsa, i rispettivi piani ed altre informazioni a noi sottoposte sono soggetti a vincoli di riservatezza. Pur specificando che non ci sono stati posti limiti in merito all'acquisizione di documenti ed informazioni necessarie per l'esame dei piani in particolare, i dati in essi contenuti non sono riportati nella presente relazione, stante i vincoli di riservatezza richiamati.

Le suddette difficoltà sono state oggetto di una attenta considerazione nella predisposizione della presente relazione.

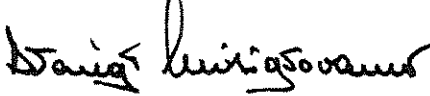
11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, come illustrati nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di YOOX e di Largentia, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di fusione, pari a:

n. 1 azione YOOX di nuova emissione, per ciascuna azione Largentia, senza prevedere alcun conguaglio in denaro.

Bologna, 18 giugno 2015

Baker Tilly Revisa S.p.A.



Dionigi Crisigiovanni
Socio Amministratore

Baker Tilly Revisa S.p.A.



Enzo Spisni
Socio Amministratore