

ITALMOBILIARE S.p.A.

Sede in Milano, Via Borgonuovo n. 20
Capitale sociale di Euro 100.166.937
Sito internet: www.italmobiliaregroup.com

ASSEMBLEA SPECIALE DEI TITOLARI DI AZIONI DI RISPARMIO

4 agosto 2016, ore 16,00
Milano, Piazza Belgioioso n. 1

NOTA DI DEPOSITO

Signori Azionisti,

con la presente, a valere quale ulteriore documento a compendio della Relazione Illustrativa del Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio del 13.07.2016 di cui all'assemblea speciale in oggetto, si deposita il parere rilasciato dall'advisor indipendente, PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (All. 1), inerente la congruità del Rapporto di Assegnazione (Dividendo Privilegiato e Conversione Obbligatoria) proposto dal Consiglio di Amministrazione. Si precisa come il parere reso non tenga conto degli aspetti fiscali inerenti l'Operazione ed, in particolare, delle ritenute fiscali applicabili al Dividendo Privilegiato Straordinario, in considerazione della molteplicità della casistica e dei differenti impatti che tale ritenuta comporta a seconda della natura e della residenza del percettore.

Il suddetto advisor indipendente, sulla base dei dati storici e delle proprie elaborazioni ed analitiche valutazioni, ha rappresentato - in linea con quanto già indicato dal Rappresentante Comune - che il Rapporto di Assegnazione, quale controvalore complessivamente inteso, nelle sue componenti denaro e natura, risulta congruo dal punto di vista finanziario.

** *** **

Quanto poi all'aspetto fiscale, riservandosi eventuali interventi in sede assembleare, il Rappresentante Comune ritiene opportuno fornire alcune ulteriori precisazioni concernenti il trattamento fiscale applicabile agli investitori istituzionali, specie quelli europei (che non siano fondi pensionistici), detentori di azioni di risparmio.

L'imposta sostitutiva dell'1,375%, rispetto a quella ordinaria del 26% sui dividendi di cui all'articolo 27 DPR 600/73 si applica solo nel caso in cui:

- i soggetti percettori e beneficiari dei dividendi siano società o enti (i) fiscalmente residenti in uno degli Stati membri dell'Unione Europea, ovvero in uno degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (SEE), quindi anche in Norvegia, Islanda e attualmente ancora nel Regno Unito e (ii) siano ivi soggetti passivi, ai fini della

locale imposta sul reddito delle società (corporate income tax), intendendosi tale condizione come assoggettabilità di carattere generale ad imposizione, soddisfatta da tutte quelle società potenzialmente assoggettate a tale imposta (o alle corrispondenti imposte cui sono soggette le società e gli enti non residenti), indipendentemente dalla circostanza che godono, di fatto, di agevolazioni comunque compatibili con la normativa comunitaria e dal fatto che paghino o meno detta imposta. Non beneficiano dell'aliquota ridotta, per converso, gli enti e le società estere che non rientrino nel presupposto soggettivo di applicazione dell'imposta sul reddito delle società;

- gli utili siano corrisposti in relazione "alle partecipazioni, agli strumenti finanziari di cui all'art. 44, comma 2, lettera a)" del Testo Unico delle Imposte sui Redditi ("TUIR").

Per stabilire se il percettore sia un soggetto passivo, occorrerà avere riguardo alla situazione specifica dello stesso, nel senso che dovrà essere considerato tale dalla normativa del suo paese, per quanto non rilevi poi se detto soggetto paghi effettivamente l'imposta, perché – a titolo esemplificativo - in virtù di particolari esenzioni oggettive collegate alla tipologia del reddito prodotto (ad esempio perché in regime di participation exemption).

Se quindi l'investitore istituzionale non fosse soggetto nel suo paese all'imposta sul reddito delle società o non fosse considerato residente in uno dei paesi UE o SEE non potrebbe beneficiare di detta imposta ridotta dell'1,375% e, dunque, si dovrebbe verificare la possibilità di applicazione dell'eventuale convenzione contro la doppia imposizione fiscale.

A tal riguardo si segnala come dette convenzioni contengano generalmente, diversamente da quanto sopra, una definizione più ampia dei soggetti che possono beneficiare delle condizioni ivi previste, precisando l'art. 1, comma 1, lett. a), b) e c) del modello convenzionale OCSE che "*the term "person" includes an individual, a company and any other body of persons; b) the term "company" means any body corporate or any entity that is treated as a body corporate for tax purposes; c) the term "enterprise" applies to the carrying on of any business.* Dunque, qualunque soggetto, indipendentemente dalla sua natura giuridica, può chiedere l'applicazione della convenzione se prova di essere fiscalmente residente in uno dei due stati interessati. A questo riguardo la questione della applicabilità delle disposizioni convenzionali agli organismi di investimento collettivo ("OICVM") risulta particolarmente complessa. Secondo la normativa domestica italiana agli OICVM istituiti in Italia e, per reciprocità ed in particolari casi, a quelli esteri risultano applicabili le disposizioni previste dalle convenzioni contro le doppie imposizioni. Più precisamente, gli OICVM comunitari armonizzati o non armonizzati soggetti a vigilanza possono, con riguardo agli investimenti in Italia, avvalersi delle convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate con l'Italia, relativamente alla parte dei redditi e proventi proporzionalmente corrispondenti alle quote o azioni possedute da soggetti residenti in paesi con i quali siano in vigore le predette convenzioni. Ciò al fine di evitare che possano usufruire delle misure convenzionali anche redditi riferibili a soggetti residenti in paesi non legati all'Italia da convenzioni contro le doppie imposizioni. A tal proposito si deve

considerare la quota di partecipazione detenuta da soggetti residenti in paesi con i quali sia vigente una convenzione per evitare le doppie imposizioni al momento in cui vengono percepiti dall'OICVM estero i redditi di fonte italiana. Importante notare come tale previsione risulti applicabile solamente agli OICVM armonizzati ed a quelli non armonizzati il cui gestore sia soggetto a forme di vigilanza in stati europei o in paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella white list pubblicata dall'Amministrazione italiana. Inoltre tale previsione risulta applicabile solamente a condizione che gli OICVM abbiano sede in uno stato la cui legislazione riconosca analogo diritto agli organismi di investimento italiani. Importante infine notare come, essendo le disposizioni di cui innanzi disposizioni di carattere generale previste unilateralmente dalla disciplina domestica italiana, lasciano comunque impregiudicata la possibilità di applicare le misure previste dalle convenzioni per evitare le doppie imposizioni ad OICVM, ove ciò fosse reso possibile da specifiche disposizioni nelle convenzioni stesse.

Alla luce di quanto sopra, se diversamente mancassero le condizioni per l'applicazione della convenzione di riferimento e/o quelle per godere delle aliquote ridotte, dovrebbe applicarsi l'aliquota standard del 26%.

Occorre poi tenere presente che sia le convenzioni che la normativa europea prevedono clausole antielusive che tendono a far ricadere i benefici relativi a tale tassazione solamente sul beneficial owner effettivo, disconoscendoli ai soggetti meramente interposti.

Non da ultimo merita precisare che poiché l'imposizione fiscale dipende dal trattamento delle ritenute applicate al dividendo distribuito dall'Italia, il costo fiscale complessivo andrà determinato, altresì, sulla base della tassazione locale prevista per lo specifico percettore, che varierà caso per caso a seconda del paese di appartenenza e delle varie disposizioni fiscali di volta in volta applicabili.

Al fine di meglio precisare la complessità della materia e, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, si consideri come, se facessimo riferimento ad una "SICAV" lussemburghese, alla stessa potrebbe essere applicata una ritenuta ordinaria, in quanto la stessa non sarebbe considerata soggetto che possa beneficiare dell'applicazione della ritenuta ridotta UE, per quanto tuttavia tale fattispecie non sia di certa applicazione, anche in considerazione della circostanza che vi è giurisprudenza della Corte di Giustizia che considera tali ritenute discriminatorie con riferimento a tale tipologia di soggetti, tenuto conto che un OICR italiano non ne subisce alcuna. Se poi facessimo riferimento alle "Società Anonime", queste diversamente, in linea di massima, potrebbero godere della ritenuta ridotta UE, mentre, quanto ad una cosiddetta "Limited Partnership", potrebbe esserci la possibilità dell'applicazione della ritenuta ordinaria, in considerazione della specifica natura e struttura giuridica di tale soggetto, ancorché, in tal caso la questione non è sempre di certa soluzione.

In definitiva, come già sopra precisato, l'analisi dei potenziali impatti fiscali sull'Operazione dovrà essere effettuata in concreto, a seconda della tipologia di investitore, della sua

struttura e organizzazione, della sua collocazione geografica e del regime fiscale locale ad esso applicabile, fermo restando che, a valere quale indicazione generale, al dividendo straordinario, tra cui il Dividendo Privilegiato Straordinario, si applica sostanzialmente il medesimo regime fiscale del dividendo ordinario.

Non da ultimo si segnala che il Rappresentante Comune si è attivato con la Società affinché, non appena possibile, possa essere fornito un quadro più preciso sulle tempistiche di pagamento del Dividendo Privilegiato Straordinario in esito all'eventuale approvazione dell'Operazione da parte dei soci e all'eventuale diritto di recesso. A riguardo va in ogni caso precisato che permarrà la piena negoziabilità delle azioni di risparmio sul mercato regolamentato, anche successivamente all'eventuale approvazione della delibera relativa all'Operazione e sino alla data di esecuzione della stessa, con la distribuzione del Dividendo Privilegiato Straordinario e contestuale Conversione Obbligatoria. Parimenti, si sottolinea che, in caso di approvazione della delibera, mentre potranno avere facoltà di esercitare l'eventuale diritto di recesso solo i titolari di azioni di risparmio che - alla data dell'assemblea speciale - non avessero concorso ad assumere la relativa deliberazione (e in caso di esercizio avessero mantenuto ininterrottamente il possesso dei titoli sino alla consegna degli stessi in esecuzione del recesso), diversamente, tutti coloro che, in virtù di acquisti precedenti o successivi all'assemblea speciale, risultassero titolari di azioni di risparmio alla data di esecuzione dell'Operazione, avranno sempre pieno diritto - indipendentemente dal voto esercitato - a poter ricevere il Dividendo Privilegiato Straordinario e a concambiare le proprie azioni di risparmio con quelle ordinarie, secondo i termini stabiliti dalla delibera approvata.

Cordiali saluti.

Milano, 22 luglio 2016

Avv. Dario Trevisan



Il Rappresentante Comune
dei titolari di Azioni di Risparmio Italmobiliare S.p.A.



Italmobiliare S.p.A.

PARERE CIRCA LA CONGRUITÀ DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE DELL'OPERAZIONE DI DISTRIBUZIONE DI UN DIVIDENDO PRIVILEGIATO STRAORDINARIO AI SOLI AZIONISTI DI RISPARMIO E CONTESTUALE CONVERSIONE OBBLIGATORIA DELLE AZIONI DI RISPARMIO IN AZIONI ORDINARIE

Luglio 2016

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. Euro 7.700.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp. Milano n° 03230150967 - Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 0706848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 Fax 0521 781844 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 06570832536 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422315711 Fax 0422315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento della PricewaterhouseCoopers Italia Srl
www.pwc.com/it



AVVISO
IMPORTANTI INFORMAZIONI DESTINATE A QUALSIVOGLIA
SOGGETTO CHE NON SIA STATO AUTORIZZATO DA
PRICEWATERHOUSECOOPERS ADVISORY S.P.A. AD ACCEDERE AL
PRESENTE PARERE DI CONGRUITÀ FINANZIARIA

QUALUNQUE SOGGETTO CHE NON SIA ESPRESSAMENTE INDICATO TRA I DESTINATARI DEL PRESENTE PARERE DI CONGRUITÀ FINANZIARIA (“PARERE DI CONGRUITÀ FINANZIARIA” O “PARERE”) O CHE NON ABBA CONCORDATO PER ISCRITTO CON PRICEWATERHOUSECOOPERS ADVISORY S.P.A. LE CONDIZIONI E LE MODALITÀ DI UTILIZZO DELLO STESSO E/O DELLE INFORMAZIONI IN ESSO CONTENUTE (DI SEGUITO DEFINITO COME IL “SOGGETTO NON AUTORIZZATO”) NON È AUTORIZZATO AD ACCEDERE A E/O LEGGERE E/O UTILIZZARE IN QUALUNQUE MODO, IN TUTTO E/O IN PARTE, IL PARERE.

QUALSIVOGLIA SOGGETTO NON AUTORIZZATO, ENTRATO COMUNQUE IN POSSESSO DEL PARERE, LEGGENDO LE INFORMAZIONI IN ESSO CONTENUTE, PRENDE SIN DA ORA ATTO E RICONOSCE ESPRESSAMENTE QUANTO SEGUE:

1. L'INCARICO SVOLTO DA PRICEWATERHOUSECOOPERS ADVISORY S.P.A. ED IN BASE AL QUALE È STATO PREDISPOSTO IL PARERE È STATO ESEGUITO IN CONFORMITÀ ALLE ISTRUZIONI RICEVUTE DAL DESTINATARIO DELLO STESSO, NEL SUO SOLO INTERESSE E PERCHÉ VENGA DALLO STESSO ESCLUSIVAMENTE UTILIZZATO;
2. IL PARERE, PER QUANTO DETTO SOPRA, PUÒ NON COMPRENDERE E/O NON ESSERE STATO ESEGUITO SECONDO TUTTE LE PROCEDURE RITENUTE NECESSARIE PER GLI SCOPI DEL SOGGETTO NON AUTORIZZATO;
3. L'ACCESSO, LA LETTURA, IL POSSESSO E/O L'UTILIZZO IN QUALUNQUE MODO, IN TUTTO E/O IN PARTE, DEL PARERE DA PARTE DEL SOGGETTO NON AUTORIZZATO NON DETERMINA L'INSTAURAZIONE DI QUALSIVOGLIA RAPPORTO DI NATURA CONTRATTUALE CON PRICEWATERHOUSECOOPERS ADVISORY S.P.A.;
4. PRICEWATERHOUSECOOPERS ADVISORY S.P.A., I SUOI SOCI, DIPENDENTI E CONSULENTI NON ASSUMONO ALCUNA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DEL SOGGETTO NON AUTORIZZATO CON RIFERIMENTO AL PARERE E/O ALLE INFORMAZIONI IN ESSO CONTENUTE E NON SARANNO, PERTANTO, RESPONSABILI DI QUALUNQUE PERDITA, DANNO O SPESA DI QUALSIVOGLIA NATURA, DERIVANTE DALL'UTILIZZO DEL PARERE E/O DELLE INFORMAZIONI IN ESSO CONTENUTE DA PARTE DEL SOGGETTO NON AUTORIZZATO, O CHE È, COMUNQUE, CONSEGUENZA DELL'ACCESSO AL PARERE.



Milano, 21 luglio 2016

Spettabile

Avv. Dario Trevisan

Rappresentante comune degli azionisti di risparmio di Italmobiliare S.p.A.

Viale Majno, 45

20122 Milano

E p.c.

Spettabile

Italmobiliare S.p.A.

Via Borgonuovo, 20

20121 Milano

Egredi Signori,

Parere circa la congruità delle condizioni finanziarie dell'operazione di distribuzione di un dividendo privilegiato straordinario ai soli azionisti di risparmio e contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie

Con riferimento alla nostra lettera di incarico ("Lettera di Incarico") datata 14 luglio 2016, alleghiamo il nostro parere professionale in merito alla congruità delle condizioni finanziarie dell'operazione di distribuzione di un dividendo privilegiato straordinario ai soli azionisti di risparmio e contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Vi invitiamo a leggere con attenzione alcune importanti note relative all'oggetto e alle modalità di svolgimento del nostro incarico.

Il nostro lavoro è stato finalizzato il 21 luglio 2016. Non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna verifica successivamente a tale data.

Cordiali saluti

PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.

Luca Lupone

(Partner)

Giovanni Ambrosetti
(Director)

Indice

1 . L'Operazione	5
1.1 Oggetto e finalità dell'Incarico	5
1.2 Sintesi dell'Operazione	5
1.3 Strutturazione dell'Operazione	8
1.4 Condizioni di efficacia dell'Operazione e diritto di recesso	10
1.5 Sintesi delle attribuzioni statutarie alle azioni di risparmio	11

2 . Limiti del lavoro e documentazione utilizzata	12
2.1 Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto	12
2.2 Documentazione utilizzata	14

3 . Attività svolte	15
4 . Inquadramento teorico	16
5 . Approccio analitico	17
6 . Considerazioni	19
7 . Conclusioni	20



1 . L’Operazione

1.1 Oggetto e finalità dell’Incarico

Nell’ambito di un progetto di semplificazione della struttura del capitale di Italmobiliare S.p.A. (“Italmobiliare” o “Società”), da attuarsi mediante distribuzione di un dividendo privilegiato straordinario ai soli azionisti di risparmio (“Azionisti di Risparmio”) e contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie (congiuntamente l’“Operazione”), ci è stato richiesto dal Rappresentante Comune dei titolari di azioni di risparmio di Italmobiliare (di seguito anche il “Rappresentante Comune”) un supporto tecnico – metodologico in merito alla congruità delle condizioni finanziarie dell’Operazione (“Parere di Congruità Finanziaria” o “Parere”).

L’incarico affidatoci con lettera datata 14 luglio 2016 (“Incarico”) ha natura volontaria ed i risultati del nostro lavoro saranno utilizzati dal Rappresentante Comune come una delle informazioni di supporto nello svolgimento delle proprie attività ai fini dell’Operazione.

In linea con la natura e lo scopo dell’Incarico conferito dal Rappresentante Comune, la finalità del presente Parere di Congruità Finanziaria è presentare dati e informazioni atti a facilitare l’assunzione da parte del Rappresentante Comune e degli Azionisti di Risparmio medesimi delle decisioni di loro competenza in relazione all’Operazione in oggetto.

Restano comunque di pertinenza esclusiva del Rappresentante Comune e degli Azionisti di Risparmio le determinazioni conclusive in merito all’adesione all’Operazione e alle conseguenti modalità di esercizio del voto nell’Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio.

Tale Parere potrà essere allegato dal Rappresentante Comune nel contesto delle comunicazioni necessarie agli Azionisti di Risparmio nell’ambito dell’Operazione. Resta in ogni caso inteso che il Parere può essere utilizzato dal Rappresentante Comune e dagli Azionisti di Risparmio esclusivamente al solo fine di svolgere le proprie considerazioni nel contesto dell’Operazione.

1.2 Sintesi dell’Operazione

Italmobiliare S.p.A. è una persona giuridica organizzata secondo l’ordinamento della Repubblica Italiana. Le azioni ordinarie della medesima, così come le azioni di risparmio, sono negoziate nel Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“MTA”).

Il capitale sociale di Italmobiliare, alla data del presente Parere, è pari ad Euro 100.166.937,00, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 38.525.745 azioni del valore nominale di Euro 2,60 ciascuna, di cui n. 22.182.583 azioni ordinarie, pari al 57,579% dell'intero capitale sociale, e n. 16.343.162 azioni di risparmio, pari al 42,421% dell'intero capitale sociale.

Si precisa inoltre che Italmobiliare detiene attualmente complessive n. 891.761 azioni proprie, pari al 2,315% del capitale sociale complessivo, di cui n. 853.261 azioni ordinarie proprie, pari al 3,847% del capitale ordinario e n. 38.500 azioni di risparmio proprie, pari al 0,236% del capitale di risparmio.

La tabella che segue riepiloga i dettagli relativi alla suddivisione azionaria del capitale sociale, anche tenendo conto del ri-proporzionamento partecipativo ovvero escludendo, dal totale delle azioni in circolazione, le azioni proprie detenute dalla Società:

Capitale sociale	n.	%	n. ex Azioni proprie	% ex Azioni proprie
Azioni ordinarie	22.182.583	57,579%	21.329.322	56,676%
Azioni proprie	853.261	3,847%		
Azioni di risparmio	16.343.162	42,421%	16.304.662	43,324%
Azioni proprie	38.500	0,236%		
Totale Azioni	38.525.745	100%	37.633.984	100%
Totale Azioni proprie	891.761	2,315%		

Fonte: relazioni illustrative del Consiglio di Amministrazione, comprensive di allegati, diffuse in data 13 luglio 2016

Ciò posto, in data 1° luglio 2016, come reso noto al mercato con apposito comunicato stampa, il Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare ha deliberato di proporre la distribuzione ai soli Azionisti di Risparmio di un dividendo privilegiato straordinario (“Dividendo Privilegiato Straordinario” o “Distribuzione”) con contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie (“Conversione Obbligatoria”) secondo il contenuto e con le modalità indicate nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione (come di seguito definite).

Successivamente, come reso noto al mercato con apposito comunicato stampa diffuso in data 13 luglio 2016, in pari data il Consiglio di Amministrazione della Società ha deliberato di incrementare il controvalore complessivamente attribuito agli Azionisti di Risparmio ai sensi della proposta precedentemente approvata e, così, di proporre alla totalità degli azionisti di Italmobiliare (“Azionisti”):

- la distribuzione ai soli Azionisti di Risparmio di un Dividendo Privilegiato Straordinario, in parte, in denaro, pari a Euro 80,00 per ogni gruppo di n. 10 azioni di risparmio e, così, per massimi complessivi Euro 130.437.296,00, e, in parte, in natura, mediante assegnazione di n. 3 azioni ordinarie HeidelbergCement AG (di

seguito anche “HeidelbergCement” o “HC”) per ogni gruppo di n. 10 azioni di risparmio e, così, per massime complessive n. 4.891.399 azioni ordinarie HC; e

- la contestuale Conversione Obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie della Società, sulla base di un rapporto di conversione (“Rapporto di Conversione”) pari a n. 1 azione ordinaria di nuova emissione, priva di indicazione del valore nominale, per ogni gruppo di n. 10 azioni di risparmio, anch’esse prive di indicazione del valore nominale.

La proposta del Consiglio di Amministrazione prevede quindi, in via inscindibile rispetto alla Conversione Obbligatoria, la distribuzione gratuita agli Azionisti di Risparmio, una *tantum* e in deroga alla disciplina statutaria attualmente vigente, del Dividendo Privilegiato Straordinario dell’importo massimo di Euro 464.715.503,66 e, pertanto, di una parte delle riserve disponibili – a valere sulla riserva “*Utili a nuovo*” (la “Riserva Disponibile”) – già risultante dal bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 ed approvato dall’Assemblea Ordinaria degli azionisti ordinari (“Azionisti Ordinari”) della Società in data 21 aprile 2016, e pure risultante dai “*Prospetti pro-forma del Bilancio Consolidato e del Bilancio Separato relativi al periodo chiuso al 31 dicembre 2015 di Italmobiliare S.p.A.*”, approvati dal Consiglio di Amministrazione con delibera del 13 luglio 2016, al fine di tenere conto degli eventi occorsi in data successiva alla approvazione del bilancio (i “Prospetti pro-forma”) ed allegati nelle relazioni illustrative del Consiglio di Amministrazione per l’Assemblea Straordinaria degli Azionisti Ordinari e per l’Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio (congiuntamente le “Relazioni del Consiglio di Amministrazione”), diffuse al mercato in data 13 luglio 2016.

In caso di approvazione di detta proposta, il capitale sociale di Italmobiliare sarà sempre pari a Euro 100.166.937,00, ma suddiviso in n. 23.816.900 azioni ordinarie (rispetto alle attuali 22.182.583) prive di indicazione del valore nominale.

Le massime complessive n. 4.891.399 azioni ordinarie HeidelbergCement, di proprietà della Società, oggetto di assegnazione nell’ambito della Distribuzione, sono parte (pari al 46,6%) delle n. 10.500.000 azioni ordinarie HC sottoscritte dalla Società in data 1° luglio 2016, in esecuzione di un accordo con la stessa HC (“Accordo HC”, come definito nei Paragrafi A3 delle Relazioni del Consiglio di Amministrazione), iscritte nei Prospetti pro-forma al *fair value* e, così, per un valore unitario di Euro 68,34 e un valore complessivo di Euro 717.570.000.



1.3 Strutturazione dell'Operazione

Così come descritto nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente, l'Operazione deve essere considerata nel complesso delle sue inscindibili componenti costituite dalla Distribuzione e dalla Conversione Obbligatoria.

L'Operazione, da considerarsi una volta deliberata come operazione unica, sarà realizzata mediante:

- distribuzione ai soli Azionisti di Risparmio di un Dividendo Privilegiato Straordinario, in parte in denaro e in parte in azioni ordinarie di HC; e
- Conversione Obbligatoria delle azioni di risparmio di Italmobiliare in azioni ordinarie di Italmobiliare.

Con riferimento al Dividendo Privilegiato Straordinario, nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione, si prevede la distribuzione di:

- n. 4.891.399 mln di azioni di HC, corrispondenti al 46,6% del totale di n. 10.500.000 di azioni ordinarie di HC detenute da Italmobiliare a seguito dell'Accordo HC; e
- Euro 130.437.296,00 in denaro.

Con riferimento alla Conversione Obbligatoria, nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione si prevede la conversione obbligatoria di tutte le n. 16.343.162 azioni di risparmio in n. 1.634.317 azioni ordinarie di nuova emissione, sulla base del Rapporto di Conversione di 1 a 10.

L'Operazione prevede pertanto l'attribuzione agli Azionisti di Risparmio di un controvalore complessivo, in parte in denaro e in parte in natura, per ogni gruppo di n. 10 azioni di risparmio portate in conversione, sulla base di un rapporto di assegnazione individuato come segue (il "Rapporto di Assegnazione"):

- n. 3 azioni ordinarie di HeidelbergCement;
- Euro 80,00 in contanti; e
- n. 1 azione ordinaria di Italmobiliare di nuova emissione.

Così come riportato nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione, nella tabella che segue sono riepilogati i controvalori complessivi offerti per le azioni di risparmio Italmobiliare, tenuto conto dell'andamento storico del prezzo delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di Italmobiliare nei sei mesi precedenti alla data del 30 giugno 2016.

Scenario (€) - ampiezza periodo storico per medie semplici		30/06/2016	Media 1m	Media 3m	Media 6m
Prezzo medio storico azioni ordinarie HC	<i>a</i>	67,3	72,8	74,7	71,0
N° azioni HC ogni n. 1 azioni Italmobiliare	<i>b</i>	0,3	0,3	0,3	0,3
Componente valore riconosciuto con azioni HC	$c = a \times b$	20,2	21,8	22,4	21,3
Componente valore riconosciuto con cassa	<i>d</i>	8,0	8,0	8,0	8,0
Dividendo straordinario	$e = c + d$	28,2	29,8	30,4	29,3
Prezzo medio storico azioni ordinarie Italmobiliare	<i>f</i>	32,0	34,3	36,2	36,2
N° azioni ordinarie Italmobiliare ogni n. 1 azioni di risparmio Italmobiliare	<i>g</i>	0,1	0,1	0,1	0,1
Componente valore riconosciuto con azioni ordinarie Italmobiliare	$h = f \times g$	3,2	3,4	3,6	3,6
Conversione obbligatoria	$i = h$	3,2	3,4	3,6	3,6
Controvalore offerto per azioni di risparmio Italmobiliare	$l = e + i$	31,4	33,3	34,0	32,9
Prezzo (medio) storico azioni di risparmio Italmobiliare	<i>m</i>	25,1	26,1	27,0	26,3
Rapporto di conversione implicito nelle quotazioni	<i>n</i>	0,78	0,76	0,75	0,73
Premio implicito nell'operazione	$o = l / m - 1$ (*)	25,1%	27,7%	26,2%	25,1%
Rapporto di conversione implicito nell'operazione	$p = f / l$	0,98	0,97	0,94	0,91

(*) *alternativamente* $[o = p / n - 1]$

Fonte: relazioni illustrative del Consiglio di Amministrazione, comprensive di allegati, diffuse in data 13 luglio 2016

Come rappresentato nella tabella, il premio implicito del Rapporto di Assegnazione ipotizzato nell'Operazione rispetto alle quotazioni storiche dei titoli (medie semplici) risulta compreso tra il 25,1% e il 27,7%.

A titolo informativo, si segnala che il Rapporto di Assegnazione di (i) Euro 80,00 in denaro (ii) n. 3 azioni ordinarie HC e (iii) n. 1 azione ordinaria Italmobiliare di nuova emissione per ogni n. 10 azioni di risparmio portate in conversione comporta che, nella sostanza, la porzione riferibile alla vera e propria conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie Italmobiliare risulti pari a circa il 10% del controvalore complessivo dello "scambio" proposto dal Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare (calcolato sulla base delle valorizzazioni delle azioni ordinarie e di risparmio di Italmobiliare e delle azioni ordinarie HC alla data del 30 giugno 2016, giorno precedente l'annuncio al mercato dell'Operazione).

Il Rapporto di Conversione tra azioni ordinarie e azioni di risparmio di Italmobiliare fissato dagli Amministratori in 1 a 10 – nel contesto sopra descritto che vede l'inscindibilità della distribuzione del Dividendo Privilegiato Straordinario e della Conversione Obbligatoria – comporta pertanto la conversione di Azioni di Risparmio in azioni ordinarie Italmobiliare solo nella misura del 10% sopra indicata, essendo lasciato alle altre componenti di cassa e di

azioni ordinarie HC il completamento del corrispettivo individuato tramite il Rapporto di Assegnazione.

Come sopra rilevato, gli Azionisti di Risparmio alla data odierna sono titolari di n. 16.343.162 azioni di risparmio rappresentative del 42,42% del capitale sociale della Società: in virtù del Rapporto di Conversione di 1 a 10 fissato nell'ambito del complessivo Rapporto di Assegnazione, gli attuali Azionisti di Risparmio potranno convertire le attuali n. 16.343.162 azioni di risparmio in 1.634.317 azioni ordinarie di nuova emissione, con incremento delle azioni ordinarie in circolazione dalle attuali 22.182.583 a complessive 23.816.900.

Tale circostanza comporterà, come segnalato dalla Società nelle proprie Relazioni del Consiglio di Amministrazione, che le azioni ordinarie di nuova emissione rivenienti dalla Conversione Obbligatoria e attribuite agli Azionisti di Risparmio rappresenteranno il 6,86% del complessivo numero delle azioni ordinarie che costituiranno il capitale sociale della Società post Operazione (a fronte del 42,42% attuale).

1.4 Condizioni di efficacia dell'Operazione e diritto di recesso

La proposta di Dividendo Privilegiato Straordinario e Conversione Obbligatoria, quale secondo punto all'ordine del giorno dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti Ordinari della Società convocata per il giorno 4 agosto 2016, alle ore 11.00, in unica convocazione, sarà attuata sul presupposto che:

- sia preventivamente approvata la proposta di eliminazione del valore nominale espresso delle azioni ordinarie e di risparmio in circolazione di cui al primo punto all'ordine del giorno della stessa Assemblea Straordinaria;
- sia successivamente approvata la proposta di Dividendo Privilegiato Straordinario e Conversione Obbligatoria dall'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio della Società convocata per il giorno 4 agosto 2016 alle ore 16.00, in unica convocazione.

Poiché la distribuzione del Dividendo Privilegiato Straordinario e la Conversione Obbligatoria comportano modifiche dello Statuto della Società riguardanti i diritti di partecipazione degli Azionisti Ordinari, nonché i diritti di voto e di partecipazione degli Azionisti di Risparmio, agli Azionisti di Italmobiliare spetta il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera g), cod. civ..

Il Consiglio di Amministrazione ha reso noto, mediante comunicato stampa diffuso in data 8 luglio 2016 (per le azioni di risparmio) e in data 13 luglio 2016 (per le azioni ordinarie), il valore unitario di liquidazione delle azioni oggetto di recesso, di seguito riportati:

- Euro 26,64 per ciascuna azione di risparmio; e
- Euro 36,51 per ciascuna azione ordinaria.

L'esecuzione della delibera di Dividendo Privilegiato Straordinario e Conversione Obbligatoria sarà inoltre subordinata alla circostanza che l'esborso a carico della Società a fronte dell'eventuale esercizio del diritto di recesso spettante agli Azionisti Ordinari e agli Azionisti di Risparmio che non abbiano concorso all'approvazione della delibera di Dividendo Privilegiato Straordinario e Conversione Obbligatoria, non ecceda Euro 30.000.000,00 per ciascuna categoria di azioni ("Condizione Esborso Massimo"); la Società avrà la facoltà di rinunciare alla Condizione Esborso Massimo, dandone comunicazione nei termini e con le modalità comunicate nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione diffuse al mercato in data 13 luglio 2016.

1.5 Sintesi delle attribuzioni statutarie alle azioni di risparmio

Con riferimento a quanto disposto dallo Statuto di Italmobiliare, alla data del presente Parere, i privilegi patrimoniali spettanti alle azioni di risparmio possono essere riassunti come segue:

- in sede di ripartizione degli utili netti risultanti dal bilancio annuale, alle azioni di risparmio è attribuito un dividendo privilegiato fino alla concorrenza del 5% del valore nominale dell'azione. Qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% del valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi (art. 31, lett. b);
- alle azioni di risparmio spetta un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 3% del valore nominale dell'azione, salvo che l'Assemblea stessa deliberi speciali prelevamenti a favore di riserve straordinarie o a disposizione del Consiglio di Amministrazione per altra destinazione (art. 31, lett. b);
- in caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni (art. 8, c. 4);
- la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio, se non per la parte della perdita che ecceda il valore nominale complessivo delle altre azioni (art. 8, c. 5);
- in caso di scioglimento della Società le azioni di risparmio riconoscono un diritto di prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale delle stesse (art. 8, c. 6).

Con riferimento a quanto disposto dagli artt. 145 e 146 del Decreto legislativo n. 58/1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria "TUF", ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), alla data del presente Parere, i diritti amministrativi e gli altri diritti spettanti alle azioni di risparmio possono essere riassunti come segue:

- le azioni di risparmio sono prive del diritto di voto nell'Assemblea Generale degli Azionisti Ordinari;
- le azioni di risparmio conferiscono il diritto di voto nell'Assemblea Speciale dei possessori di azioni di risparmio;
- le deliberazioni dell'Assemblea Generale della Società che pregiudicano i diritti di categoria delle azioni di risparmio devono essere sottoposte all'approvazione della relativa Assemblea Speciale.

Lo Statuto di Italmobiliare, alla data del presente Parere, disciplina inoltre altri aspetti relativi ai diritti amministrativi e gli altri diritti spettanti alle azioni di risparmio, i quali possono essere riassunti come segue:

- le deliberazioni di emissione di nuove azioni aventi le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione sia mediante aumento di capitale, sia mediante conversione di azioni di altra categoria, non richiedono l'approvazione da parte delle Assemblee Speciali delle diverse categorie (art. 7, c. 4);
- in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie e/o di risparmio, le azioni di risparmio conservano i diritti a esse attribuiti dalla legge e dallo Statuto sociale, salvo diversa disposizione dell'Assemblea degli Azionisti Ordinari (art. 8, c. 2);
- al Rappresentante Comune dei possessori delle azioni di risparmio vengono tempestivamente inviati i comunicati stampa e gli altri avvisi sulla stampa pubblicati dalla Società e relativi alle operazioni societarie che possono influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria, contestualmente alla loro diffusione al pubblico (art. 23, c. 4).

2 . Limiti del lavoro e documentazione utilizzata

2.1 Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto

Segnaliamo che l'Incarico affidatoci dal Rappresentante Comune ha natura volontaria e risulta essere finalizzato a fornire supporto tecnico – metodologico al Rappresentante Comune nello svolgimento delle proprie attività ai fini dell'Operazione, intesa nel suo contenuto inscindibile di distribuzione del Dividendo Privilegiato Straordinario e di Conversione Obbligatoria.

Oggetto specifico del presente Parere non è pertanto costituito dal mero Rapporto di Conversione fissato dal Consiglio di Amministrazione nel contesto della Conversione Obbligatoria, bensì è rappresentato dal Rapporto di Assegnazione, che costituisce il corrispettivo complessivo, in parte in denaro (80,00 Euro ogni n. 10 azioni di risparmio) e in



parte in natura (n. 3 azioni ordinarie HC e n. 1 azione ordinaria Italmobiliare di nuova emissione ogni n. 10 azioni di risparmio), offerto dalla Società agli Azionisti di Risparmio quale controvalore complessivo dello scambio implicito nell'Operazione.

L'Incarico è stato svolto facendo riferimento principalmente alle informazioni messe a disposizione dalla Società e, prevalentemente, alle Relazioni del Consiglio di Amministrazione e all'allegato parere dell'esperto indipendente Prof. Enrico Laghi ("Esperto Indipendente"), oltre che ad incontri e colloqui telefonici con il *management* della Società ("Management"), l'*advisor* finanziario, Leonardo & Co., a supporto del Consiglio di Amministrazione ("*Advisor* Finanziario") e l'Esperto Indipendente.

Il nostro supporto professionale è stato svolto tenendo conto 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. L'attuale scenario politico e macroeconomico è infatti caratterizzato da una generale situazione di incertezza che si riflette sul sistema finanziario e sulla stabilità dei mercati, in un contesto normativo e regolamentare di particolare complessità e in progressiva evoluzione. Non si può escludere che eventuali sviluppi negativi del quadro sopra descritto, successivi alla data del presente Parere e ad oggi non prevedibili, possano avere un impatto, anche significativo, sulle valutazioni oggetto del presente Parere e sulle relative conclusioni.

Le società coinvolte sono state analizzate nelle condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione) e nell'ipotesi di continuità aziendale, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili.

Il nostro supporto professionale è consistito prevalentemente in una rilettura critica delle analisi contenute nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione e nell'allegato Parere dell'Esperto Indipendente (come di seguito definito) ed in una attività di *reperforming* dei calcoli svolti dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente.

Lo svolgimento delle attività non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività di Italmobiliare S.p.A. né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità dell'Operazione a supporto delle quali le nostre attività sono svolte.

Lo svolgimento del nostro intervento non ha incluso attività di *due diligence* contabile, legale e fiscale, né consulenza legale e fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

L'Incarico non ha previsto il nostro coinvolgimento nella fase di ideazione e strutturazione dell'Operazione.

Il Parere è fondato sulle attuali condizioni economiche, finanziarie, di mercato e di altro tipo, nonché sulle informazioni correnti, messe a disposizione fino alla data odierna. Eventi successivi alla data odierna possono influire sul Parere e sui suoi presupposti e, pertanto, PwC non si assume alcun obbligo di aggiornare, rivedere o confermare il Parere stesso.

Il Parere non contiene valutazioni circa il prezzo al quale, in futuro, le azioni ordinarie Italmobiliare e le azioni ordinarie HC potranno essere scambiate.

2.2 Documentazione utilizzata

Ai fini del presente Incarico, sono stati oggetto di esame:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione per l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti Ordinari, diffusa al mercato in data 13 luglio 2016, denominata *“Proposta di dividendo straordinario agli azionisti di risparmio e conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Conseguenti modifiche dello Statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti”*;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione per l'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio, diffusa al mercato in data 13 luglio 2016, denominata *“Proposta di dividendo straordinario agli azionisti di risparmio e conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie; esame delle conseguenti modifiche statutarie sottoposte all'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari. Approvazione, ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b), del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, della proposta di dividendo straordinario e conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Deliberazioni inerenti e conseguenti”* (insieme alla relazione illustrativa indirizzata agli Azionisti Ordinari, le “Relazioni del Consiglio di Amministrazione”);
- relazione del Rappresentante Comune denominata *“Relazione del rappresentante comune dei titolari di azioni di risparmio”*, diffusa al mercato in data 18 luglio 2016 e datata 13 luglio 2016;
- la bozza del documento predisposto dall'Esperto Indipendente denominato *“Operazione di semplificazione della struttura del capitale di Italmobiliare S.p.A. – Fairness Opinion”*, datato 1° luglio 2016, contenente un'analisi valutativa denominata *“Progetto GEO6 – Analisi valutativa”*;
- il documento predisposto dall'Esperto Indipendente (“Parere dell'Esperto Indipendente”), allegato alle Relazioni del Consiglio di Amministrazioni denominato *“Operazione di semplificazione della struttura del capitale di Italmobiliare S.p.A. – Fairness Opinion”*, datato 13 luglio 2016, contenente un'analisi valutativa denominata *“Progetto GEO6 – Analisi valutativa”*;

- la bozza del documento predisposto dall'Advisor Finanziario del Consiglio di Amministrazione denominato "Progetto GEO6 – Materiale di supporto al Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare" datato 1° luglio 2016;
- il documento predisposto dall'Advisor Finanziario del Consiglio di Amministrazione denominato "Progetto GEO6 – Materiale di supporto al Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare" datato 13 luglio 2016;
- i bilanci e le informazioni finanziarie della Società pubblicamente disponibili relative al quinquennio 2011-2015;
- l'andamento dei prezzi registrati e le attività di negoziazione delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di Italmobiliare negli ultimi 60 mesi;
- l'andamento dei prezzi registrati e le attività di negoziazione delle azioni ordinarie di HC negli ultimi 60 mesi;
- l'andamento relativo agli ultimi 60 mesi dei prezzi registrati e le attività di negoziazione di titoli di società ritenute comparabili alla Società in termini di dimensione o tipo di attività svolta;
- i premi pagati in altre operazioni di conversione obbligatoria promosse in Italia ritenute significative;
- dati e informazioni reperibili su *database* economico-finanziari;
- ulteriori documenti ed informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari per lo svolgimento dell'Incarico.

3 . Attività svolte

Nell'ambito delle nostre attività, ai fini dell'emissione del presente Parere, nel corso del mese di luglio 2016 abbiamo:

- svolto incontri e colloqui telefonici con il Management, l'Advisor Finanziario e l'Esperto Indipendente;
- letto criticamente ed analizzato le Relazioni del Consiglio di Amministrazione;
- letto criticamente ed analizzato il Documento dell'Advisor Finanziario e relative versioni non definitive;
- letto criticamente ed analizzato il Parere dell'Esperto Indipendente e relative versioni non definitive;
- svolto attività di *reperforming* dei calcoli svolti dal Consiglio di Amministrazione;

- svolto attività di *reperforming* dei calcoli svolti dall'Esperto Indipendente;
- analizzato l'andamento dei prezzi registrati e le attività di negoziazione delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di Italmobiliare negli ultimi 60 mesi;
- analizzato l'andamento dei prezzi registrati e le attività di negoziazione delle azioni ordinarie di HC negli ultimi 60 mesi;
- analizzato l'andamento relativo agli ultimi 60 mesi dei prezzi registrati e le attività di negoziazione di titoli di società ritenute comparabili alla Società in termini di dimensione o tipo di attività svolta;
- analizzato i premi pagati in altre operazioni di conversione obbligatoria promosse in Italia ritenute significative.

Abbiamo, inoltre, ottenuto espressa attestazione mediante lettera inviata dal Rappresentante Comune e dalla Società in data 21 luglio 2016, che non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione dello svolgimento della nostra attività e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle conclusioni.

4 . Inquadramento teorico

In linea di principio, il mercato attribuisce al diritto di voto un rilevante valore economico, come dimostrato storicamente dai prezzi espressi per le categorie di azioni differenziate proprio in base al diritto di voto.

La modalità utilizzata dal mercato per realizzare questa differenziazione di giudizio consiste nel formare diversi livelli di prezzi per ciascuna categoria di azione secondo il principio che l'azione ordinaria, in quanto dotata di diritto di voto pieno, venga apprezzata maggiormente, mentre le altre categorie di azioni vengono negoziate a prezzi inferiori in misura proporzionale alla minore intensità del diritto di voto ad esse abbinato; tale *spread* è tanto minore quanto maggiore è l'intensità dei privilegi compensativi di natura patrimoniale associati alle azioni di risparmio.

Secondo la dottrina, il divario di prezzo tra le azioni delle diverse categorie rappresenta un indicatore sintetico dei parametri di valorizzazione dei diritti patrimoniali e amministrativi attribuiti alle categorie medesime anche in relazione alla dimensione dei flottanti e alla liquidità dei titoli, così come al grado di concentrazione e di contendibilità del controllo societario.

Nel rapporto di conversione delle azioni si riflettono quindi le aspettative degli azionisti di ciascuna categoria con riguardo ai valori dei rispettivi diritti patrimoniali e amministrativi nello specifico contesto di mercato e societario¹. In particolare, i valori attribuiti ai diritti amministrativi propri delle azioni ordinarie tendono ad assumere maggiore rilevanza nei casi in cui la diluizione conseguente alla conversione possa condurre ad attese modifiche circa gli assetti del controllo societario.

In linea di principio, in fattispecie non caratterizzate dal Rapporto di Assegnazione utilizzato nell'Operazione in oggetto, il rapporto di conversione è definito dal confronto tra il prezzo dell'azione ordinaria e quella di risparmio in periodi analoghi di osservazione.

Nella definizione del rapporto di conversione si considerano generalmente due elementi:

- il divario tra le quotazioni delle azioni ordinarie rispetto quelle di risparmio in cui tendenzialmente tale differenza registra uno “sconto di quotazione” delle risparmio verso quelle ordinarie; e
- un “premio di conversione” normalmente riconosciuto agli azionisti di risparmio quale incentivo ad aderire alla conversione stessa.

Tuttavia, l'evidenza empirica mostra come il premio di conversione possa essere variamente modulato mediante la definizione del rapporto di conversione in senso stretto, o più indirettamente, attraverso conguagli in denaro. Nell'Operazione in oggetto, oltre al conguaglio in denaro è altresì prevista l'assegnazione di azioni HC che, per le caratteristiche intrinseche (*turnover ratio*), sono assimilabili a *cash equivalent*.

Storicamente sul mercato italiano si è riscontrata una valorizzazione a premio delle azioni ordinarie rispetto le azioni di risparmio, riconducibili ad una valorizzazione superiore della componente associata al diritto di voto rispetto a quella del privilegio di dividendo tipica delle azioni di risparmio.

5 . Approccio analitico

Il Rapporto di Assegnazione, inteso quale controvalore in denaro e in natura complessivamente attribuito agli Azionisti di Risparmio nel contesto dell'Operazione, è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente, sulla base di molteplici considerazioni.

¹ Gli azionisti di risparmio, a causa della conversione perdono i privilegi di rendimento e patrimoniali stabiliti dalla legge e dallo statuto, acquisendo i pieni diritti amministrativi degli azionisti ordinari. Di converso, gli azionisti ordinari vedono diluiti i propri diritti amministrativi a fronte di un potenziale incremento di rendimento conseguente alla cessazione dei privilegi di natura patrimoniale propri delle azioni di risparmio.

In particolare, nel contesto dell'Operazione, nelle sue inscindibili componenti della Distribuzione e della Conversione Obbligatoria, sono state adottate dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente le seguenti metodologie di analisi finanziaria e di valutazione:

- metodo delle quotazioni di Borsa: è stato fatto riferimento all'andamento delle quotazioni dei titoli azionari Italmobiliare (azioni ordinarie e azioni di risparmio) negli ultimi 60 mesi in modo da tenere conto dei *trend* del mercato e della Società e sono state individuate le medie ponderate per l'ammontare dei volumi di negoziazione giornalieri relative a periodi di diversa ampiezza antecedenti alla data del 30 giugno 2016 (ultimo giorno di contrattazioni antecedente all'annuncio dell'Operazione);
- metodo dei premi in operazioni similari: sono stati analizzati i premi implicitamente riconosciuti rispetto ai prezzi *spot* e a quelli medi degli ultimi uno, tre e sei mesi antecedenti alla data dell'annuncio nelle operazioni di conversione obbligatoria realizzate a partire dal 2000 sul mercato borsistico italiano;
- *Net Asset Value* (NAV): è stato fatto riferimento al valore fondamentale della Società negli anni dal 2008 al 2015. È stata altresì svolta un'analisi su di un campione di società ritenute comparabili per settore e area geografica alla Società. In merito a tale metodologia il Consiglio di Amministrazione ha evidenziato alcune complessità applicative in relazione alla difficoltà di individuare società pienamente comparabili a Italmobiliare;
- analisi della liquidità delle azioni di Italmobiliare: è stata analizzata la liquidità delle azioni ordinarie HC, delle azioni ordinarie di Italmobiliare e delle azioni di risparmio di Italmobiliare in un periodo di tempo antecedente alla data corrente sulla base di una serie di indicatori di comune utilizzo nella prassi professionale.

Sulla base delle considerazioni conclusive del Consiglio di Amministrazione e dell'Esperto Indipendente, tenuto conto del controvalore complessivamente attribuibile alle azioni di risparmio, si rileva che gli stessi constatano che:

- il valore implicito riconosciuto all'azione di risparmio di Italmobiliare alla luce del Rapporto di Assegnazione, tenuto conto del Dividendo Privilegiato Straordinario e della Conversione Obbligatoria, è mediamente superiore al valore del medesimo titolo azionario nel periodo di estensione dell'analisi delle quotazioni di Borsa (ultimi 60 mesi antecedenti al 30 giugno 2016);
- il premio implicito risulta superiore, in termini percentuali, rispetto al premio medio/mediano riconosciuto nell'ambito del paniere di operazioni di conversione obbligatoria effettuate in Italia esaminato;

- il valore implicito riconosciuto all'azione di risparmio di Italmobiliare risulta in linea con il loro valore fondamentale (espresso in termini di NAV), tenuto conto di uno sconto medio sul NAV coerente con i valori medi/mediani di sconto riferibili a un campione di società comparabili a Italmobiliare;
- le azioni di risparmio di Italmobiliare evidenziano una limitata "liquidabilità", ove si consideri che nell'ultimo anno le quantità medie trattate giornalmente rispetto al capitale sociale risultano assai contenute. Si osserva altresì che la "liquidabilità" del controvalore complessivamente attribuito agli Azionisti di Risparmio sulla base del Rapporto di Assegnazione è comunque superiore, peraltro, nel complesso, rispetto alla "liquidabilità" delle azioni di risparmio di Italmobiliare.

6 . Considerazioni

All'esito delle analisi effettuate, tenuto conto, unitariamente, della Distribuzione e della Conversione Obbligatoria, rileviamo che:

- come segnalato al precedente punto 1.3, costituisce peculiarità dell'Operazione la circostanza che la porzione riferibile alla vera e propria conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie di Italmobiliare è pari a circa il 10% del controvalore complessivo dello scambio proposto dal Consiglio di Amministrazione di Italmobiliare, in quanto la parte complementare, e più significativa, del suddetto controvalore è rappresentata da cassa e da azioni ordinarie di HC;
- il confronto tra il prezzo delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio della Società, mediante l'analisi delle serie storiche di quotazione delle stesse negli ultimi 60 mesi, evidenzia uno sconto medio di quotazione delle azioni di risparmio, rispetto le azioni ordinarie, compreso nell'intervallo 21,6% - 34,4%;
- i panieri ricomprendenti le operazioni di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie analizzate dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente mostrano la corresponsione di un premio medio di conversione riconosciuto alle azioni di risparmio compreso nell'intervallo 15,8 % - 20,9%;
- il confronto tra il controvalore implicito complessivamente riconosciuto all'azione di risparmio tramite il Rapporto di Assegnazione e il prezzo di borsa delle medesime evidenzia, alla data del 30 giugno 2016, un premio, a beneficio degli Azionisti di Risparmio, pari al 25,1%. Il premio riconosciuto risulta più elevato rispetto all'estremo superiore (20,9%) dell'intervallo rilevato nei panieri esaminati di operazioni di conversione obbligatoria effettuate in Italia, richiamati nel punto precedente;

- le analisi svolte dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente prescindono dal potenziale impatto di carattere fiscale rispetto alla Distribuzione in capo al singolo Azionista di Risparmio, impatto che risulta influenzato dalle condizioni soggettive dello stesso azionista. In effetti, come riferito dalla Società, il Dividendo Privilegiato Straordinario è soggetto a tassazione, che si differenzia a seconda della qualità del soggetto percettore e del suo paese di residenza. Il Dividendo Privilegiato Straordinario distribuito, infatti, potrà essere soggetto ad una ritenuta fiscale con aliquote differenti. Come anticipato al precedente punto 2.1, i profili di carattere fiscale dell'Operazione esulano dall'oggetto del presente Parere. Al riguardo, si rinvia agli approfondimenti condotti dal Rappresentante Comune e alle considerazioni svolte nella “*Relazione del Rappresentante comune dei titolari di azioni di risparmio*” pubblicata in data 18 luglio 2016.

7 . Conclusioni

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente Parere è stato predisposto, indicate al Capitolo 1, ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel Capitolo 2.

In relazione alle metodologie di analisi finanziaria e di valutazione sopra descritte, e tenuto conto dell'inscindibilità della proposta di Distribuzione e di Conversione Obbligatoria, evidenziamo le nostre conclusioni sul Rapporto di Assegnazione individuato dal Consiglio di Amministrazione della Società:

- le metodologie di analisi finanziaria e di valutazione impiegate dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente sono coerenti rispetto alla configurazione dell'Operazione, che ricordiamo essere stata strutturata come un'operazione unitaria, e risultano altresì in linea con gli approcci riscontrabili sul mercato per operazioni similari;
- gli approcci utilizzati dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente sono ragionevoli e risultano coerenti con le informazioni utilizzate e i risultati ottenuti;
- le analisi e le attività di *reperforming* da noi svolte confortano le conclusioni a cui sono pervenuti sia il Consiglio di Amministrazione sia l'Esperto Indipendente, così come risulta dalle informazioni riportate nel Capitolo 6.

Sulla base delle nostre considerazioni e conclusioni e nei limiti dell'Incarico a noi conferito, siamo dell'opinione che, alla data del presente Parere, il Rapporto di Assegnazione, inteso come controvalore complessivamente attribuito, in denaro e in natura, agli Azionisti di Risparmio nell'ambito dell'Operazione, sia congruo dal punto di vista finanziario.