

**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON  
PARTI CORRELATE**

*predisposto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob n. 17221 e dell'art. 8 del "Regolamento per le operazioni con soggetti collegati e per l'assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati" di Banca Finnat S.p.A.*

**CONFERIMENTO DA PARTE DI INVESTIRE SGR S.P.A.  
DEL RAMO D'AZIENDA "FIL" IN REDO SGR S.P.A. SOC. BENEFIT**

*10 aprile 2019*

## INDICE

PREMESSA.....	3
1. AVVERTENZE.....	5
1.1 <i>Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dal Conferimento.</i> .....	5
2. INFORMAZIONI RELATIVE AL CONFERIMENTO .....	7
2.1. <i>Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni del Conferimento.</i> .....	7
2.2. <i>Parti correlate con cui il Conferimento è stato posto in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione.</i> .....	12
2.3. <i>Motivazioni economiche e convenienza per la Banca all'esecuzione del Conferimento.</i> 12	
2.4. <i>Modalità di determinazione del corrispettivo del Conferimento e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.</i> .....	13
2.5. <i>Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari del Conferimento.</i> .....	17
2.6. <i>Incidenza del Conferimento sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate.</i> .....	18
2.7. <i>Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Banca nell'operazione.</i> .....	18
2.8. <i>Iter di approvazione del Conferimento.</i> .....	18
2.9. <i>Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.</i> .....	20

## PREMESSA

Banca Finnat Euramerica S.p.A. (la “**Banca**” o “**Banca Finnat**”) ha predisposto il presente documento (il “**Documento Informativo**”) ai sensi e per gli effetti dell’articolo 5 del Regolamento Consob approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il “**Regolamento Consob**”) e dell’articolo dell’art. 8 del “*Regolamento per le operazioni con soggetti collegati e per l’assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati*” di Banca Finnat (il “**Regolamento Banca Finnat**”).

Il Documento Informativo è stato redatto in conformità all’Allegato 4 del Regolamento Consob e ha ad oggetto il conferimento (il “**Conferimento**”) da parte della società controllata InvestiRE SGR S.p.A. (“**InvestiRE**”) in Redo SGR S.p.A. Soc. Benefit (“**REDO**”) del ramo d’azienda relativo alla gestione dei Comparti Uno (“**FIL 1**”) e Due (“**FIL 1**”) del Fondo Immobiliare di Lombardia (“**FIL**”), come illustrato nel prosieguo (il “**Ramo d’Azienda**” o il “**Ramo**”), qualificabile quale “operazione con parti correlate di maggiore rilevanza”.

In particolare, alla data del Documento Informativo la Banca controlla InvestiRE, con una partecipazione pari al 50,16% del capitale sociale, ed esercita sulla stessa attività di direzione e coordinamento ai sensi dell’art. 2497 cod. civ. Il capitale sociale di REDO è detenuto, quanto al 66,7% dalla Fondazione Cariplo e quanto al 33,3% da InvestiRE.

Ai sensi del Regolamento Consob, del titolo V, capitolo 5 delle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche di cui alla circolare della Banca d’Italia n. 263 del 27 dicembre 2016 e del Regolamento Banca Finnat, REDO è parte correlata della Banca, in quanto società sulla quale InvestiRE esercita un’influenza notevole.

Tenuto conto che REDO è una parte correlata e che il Regolamento Banca Finnat si applica alle operazioni poste in essere dalla Banca e dalle società del gruppo ad essa facente capo, il Conferimento è soggetto all’applicazione degli adempimenti informativi e procedurali previsti dal medesimo Regolamento.

Il presente Documento Informativo, unitamente al parere favorevole rilasciato in data 1° aprile 2019 dal Comitato Rischi della Banca, organo composto esclusivamente da amministratori indipendenti cui sono affidate le funzioni del comitato per le operazioni con parti correlate come indicato nel Regolamento Banca Finnat, è messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale, il meccanismo di stoccaggio autorizzato eMarket STORAGE all’indirizzo [www.emarketstorage.com](http://www.emarketstorage.com) e

sul sito internet della Società [www.bancafinnat.it](http://www.bancafinnat.it) nella sezione Investor Relations/Corporate Governance. .

## 1. AVVERTENZE

### ***1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dal Conferimento.***

Alla data di pubblicazione del Documento Informativo, Banca Finnat controlla InvestIRE ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1, cod. civ. e del Regolamento Consob, detenendo complessive n. 7.409 azioni di InvestIRE rappresentative di circa il 50,16% del relativo capitale sociale (suddiviso in n. 14.770 azioni ordinarie), ed esercita sulla stessa attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e ss. cod. civ.

Il capitale sociale di REDO è detenuto, quanto al 66,7% dalla Fondazione Cariplo e quanto al 33,3% da InvestIRE.

Come sopra indicato, il Conferimento integra un'operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, ai sensi e per gli effetti del Regolamento Consob, delle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche di cui alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2016 e del Regolamento Banca Finnat, in quanto InvestIRE esercita un'influenza notevole su REDO ai sensi dell'art. 2359 cod. civ. e della disciplina applicabile in materia di operazioni con parti correlate.

In attuazione del Regolamento Banca Finnat, il Comitato Rischi della Banca, organo cui sono affidate le funzioni del comitato per le operazioni con parti correlate come indicato nel Regolamento Banca Finnat (il "**Comitato**"), è stato chiamato ad esprimere, e in data 1° aprile 2019 ha espresso all'unanimità, parere favorevole sull'interesse della Banca all'esecuzione del Conferimento nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo. Per maggiori dettagli sulla procedura espletata, si rinvia al successivo Paragrafo 2.8.

I componenti del Consiglio di Amministrazione della Banca in carica alla data del Documento Informativo sono: Carlo Carlevaris (Presidente Onorario), Flavia Mazzarella (Presidente indipendente), Leonardo Buonvino (Vice Presidente), Marco Tofanelli (Vice Presidente indipendente), Arturo Nattino (Amministratore Delegato e Direttore Generale), Ermanno Boffa (indipendente), Roberto Cusmai (indipendente), Giulia Nattino, Maria Sole Nattino, Lupo Rattazzi e Andreina Scognamiglio (quest'ultima indipendente). Il Comitato è composto dai seguenti amministratori indipendenti: Marco Tofanelli (Presidente), Ermanno Boffa e Roberto Cusmai.

Si rileva che:

- il dott. Marco Tofanelli riveste la carica di Vice Presidente e Consigliere indipendente di Banca Finnat e Consigliere indipendente di InvestiRE;
- il dott. Ermanno Boffa riveste la carica di Consigliere indipendente di Banca Finnat e di Consigliere di InvestiRE;
- il dott. Arturo Nattino detiene indirettamente il 21,675% del capitale sociale di Banca Finnat ed è altresì Presidente del Consiglio di Amministrazione di InvestiRE e Consigliere di REDO;
- la dott.ssa Giulia Nattino detiene indirettamente il 12% del capitale sociale di Banca Finnat;
- il dott. Giulio Bastia riveste la carica di Condirettore Generale e Dirigente Preposto di Banca Finnat, di membro del Comitato Esecutivo di InvestiRE e di Consigliere di InvestiRE e di REDO.

Nella deliberazione con cui, in data 3 aprile 2019, il Consiglio di Amministrazione di Banca Finnat ha approvato, per quanto di propria competenza, il Conferimento, il dott. Arturo Nattino ha dichiarato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2391 cod. civ., di ricoprire il ruolo di Consigliere di Amministrazione nella REDO e, ai sensi e per gli effetti dell'art. 53, comma 4 del TUB e dell'art. 6, comma 2-*novies* del TUF, si è astenuto dalla votazione.

\* \* \*

## 2. INFORMAZIONI RELATIVE AL CONFERIMENTO

### 2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni del Conferimento.

#### 2.1.1 Progetto strategico in cui si inserisce il Conferimento

Il Conferimento si inserisce nell'ambito di una più ampia operazione di rilevanza strategica che trae origine dalle politiche abitative e sulla rigenerazione urbana promosse dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, sulle quali la Fondazione Cariplo ha promosso una riflessione insieme con la Regione Lombardia, il Comune di Milano ed il gruppo Cassa Depositi e Prestiti.

Nell'ambito di tale riflessione Fondazione Cariplo ha valutato positivamente la costituzione di una società di investimento a capitale fisso (SICAF) immobiliare, multicomparto dedicata all'*housing* sociale e alla rigenerazione urbana, focalizzata principalmente sulla Lombardia, quale strumento innovativo per rinforzare ulteriormente la propria progettualità e il coinvolgimento più diretto degli *stakeholder* interessati nella *mission* sociale.

Fondazione Cariplo ha, pertanto, proposto ad InvestiRE di partecipare ad un progetto finalizzato alla creazione di un soggetto ispirato al modello citato, da raggiungere in fasi successive, attraverso in primo luogo il trasferimento a REDO di attività ed iniziative oggi facenti capo a InvestiRE stessa, quali il Ramo d'Azienda.

Fondazione Cariplo e InvestiRE, quale gestore del fondo Fondo Immobiliare di Lombardia ("FIL"), hanno successivamente avviato un confronto con CDP Investimenti SGR S.p.A. ("CDPI") in quanto gestore del Fondo Investimenti per l'Abitare (il "FIA"), principale investitore nei due Comparti del FIL. Il FIA e Fondazione Cariplo posseggono, rispettivamente, una partecipazione pari al 66,8% e al 5,3% del numero delle quote emesse del FIL 1 e al 43,8% e al 27,9% del numero delle quote emesse del FIL 2.

Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI hanno, di conseguenza, sottoscritto, in data 17 dicembre 2018, un accordo quadro finalizzato alla creazione di un soggetto finanziario con una *mission* statutaria che abbia espliciti obiettivi sia di tipo finanziario che di ricaduta territoriale e sociale (l'"**Accordo Quadro**").

L'operazione, il cui obiettivo finale è quello di costituire una SICAF multicomparto, riservata e a gestione interna, risponde alle seguenti motivazioni strategiche:

- costituisce un’innovativa opportunità nell’ambito del *social housing*, che consentirebbe a InvestiRE di rimarcare la stretta connessione con gli enti legati al territorio lombardo (Comune e Regione) e gli investitori istituzionali promotori (CDPI e Fondazione Cariplo), incrementando e valorizzando al contempo l’*expertise* della stessa nel settore di riferimento;
- consentirebbe alla stessa InvestiRE di presidiare con continuità i rapporti e le competenze maturate, preservando il valore sociale creato per i propri azionisti nel campo del *social housing*.

L’operazione sarà realizzata attraverso più fasi al fine di accelerare l’inizio dell’operatività del nuovo soggetto e di valutare le evoluzioni normative che dovessero intervenire in futuro.

In particolare, ferme restando le diverse determinazioni che dovessero essere assunte ad esito delle interlocuzioni in corso tra le parti e le competenti autorità di vigilanza, si prevede che l’operazione sia articolata nelle seguenti fasi:

- prima fase: costituzione di REDO la quale a seguito dell’autorizzazione della Banca d’Italia si renderà destinataria del Ramo di Azienda e a cui verrà trasferita da InvestiRE la gestione degli stessi FIL1 e FIL2; in questa fase, Fondazione Cariplo si è fatta contestualmente promotrice della costituzione di due Sicaf eterogestite, con REDO quale gestore esterno di tipo riservato (collettivamente le “**Sicaf Eterogestite**”), presentando agli Organi di Vigilanza le relative istanze di costituzione;
- seconda fase: fusione per incorporazione dei patrimoni del FIL1 e del FIL2 nelle due Sicaf Eterogestite;
- eventuale terza fase: “fusione” delle due Sicaf Eterogestite in una unica Sicaf a gestione interna (la “**Sicaf Autogestita**”), alla quale verrà altresì trasferito il complesso aziendale di REDO al fine di dotare la Sicaf Autogestita della necessaria struttura di gestione.

Nell’ambito della prima e della seconda fase dell’operazione, sono stati già effettuati i seguenti passaggi:

- costituzione di REDO: Fondazione Cariplo e InvestiRE hanno proceduto in data 17 dicembre 2018 alla costituzione di REDO nella forma di società per azioni di diritto italiano, con capitale sociale iniziale pari a Euro 500.000,00 (cinquecentomila/00), sottoscritto e interamente versato quanto al 66,7% da Fondazione Cariplo e quanto al restante 33,3% da InvestiRE con emissione di n. 5.000.000,00 azioni e alla nomina dei relativi organi sociali;



- (b) approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di REDO in data 21 gennaio 2019 dell'istanza di autorizzazione per l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio da parte di REDO;
- (c) approvazione e presentazione alla Banca d'Italia da parte di Fondazione Cariplo, quale socio fondatore e promotore, di due istanze di autorizzazione alla costituzione di due SICAF Eterogestite, con capitale sociale di euro 50.000, nelle quali confluiranno per fusione i comparti FIL 1 e FIL 2; tali istanze sono presentate in concomitanza con la presentazione dell'istanza di autorizzazione di REDO essendo la loro costituzione parte integrante dell'operazione come sopra descritta.

A seguito dell'autorizzazione ed all'inizio dell'operatività di REDO, è prevista la realizzazione delle seguenti operazioni:

- (d) un aumento di capitale di REDO per un controvalore massimo di Euro 11.500.000,00 (incluso sovrapprezzo) che verrà sottoscritto da InvestiRE mediante il Conferimento, con contestuale trasferimento della gestione dei fondi FIL1 e FIL2; a seguito del Conferimento InvestiRE arriverà a detenere circa il 97,2% delle azioni di REDO;
- (e) la cessione di azioni di REDO da InvestiRE a Fondazione Cariplo al fine di ristabilire la proporzione iniziale di partecipazione rispettivamente pari al 33,3% e al 66,7% del capitale sociale;
- (f) un aumento di capitale di REDO, per un importo minimo di Euro 4.000.000,00 fino ad un importo massimo di euro 8.000.000,00 (incluso sovrapprezzo) offerto in prelazione ai quotisti del FIL 1 secondo le proporzioni di partecipazione al fondo. Si fa presente che CDPI, quale investitore del FIL1 per conto del FIA, ha già comunicato che non intende partecipare all'aumento di capitale di REDO. Il capitale rimasto inoptato da parte dei quotisti di FIL1 sarà offerto: (i) in sottoscrizione agli altri quotisti del FIL1 secondo le medesime proporzioni di partecipazione al fondo; (ii) in caso di mancata o parziale sottoscrizione da parte di questi ultimi, ad uno o più investitori istituzionali concordemente individuati da Fondazione Cariplo e InvestiRE. Al perfezionamento dell'aumento di capitale, ai quotisti di FIL1 che abbiano sottoscritto l'aumento di capitale saranno attribuite un numero di azioni di REDO fino ad un importo massimo di Euro 8.000.000,00, corrispondente al 40% del totale delle azioni emesse; in tale ipotesi la partecipazione iniziale di Fondazione Cariplo si ridurrebbe al 40% e quella di

InvestiRE al 20%. Si precisa infine che con comunicazione del 2 aprile la Banca d'Italia ha richiesto che prima dell'autorizzazione e al fine di dotare REDO di fondi propri per almeno Euro 1 milione, InvestiRE e Fondazione Cariplo si impegnino a sottoscrivere, rispettivamente nella misura di un terzo e due terzi, un aumento di capitale per Euro 1 milione. In considerazione di ciò l'aumento di capitale da offrirsi in prelazione ad alcuni quotisti del primo comparto del FIL sarà deliberato per un importo massimo di Euro 7 milioni (invece che di Euro 8 milioni) e i quotisti riacquisteranno le azioni rinvenienti dal suddetto aumento di capitale per un controvalore di Euro 1 milione.

A seguito dell'ottenimento dell'autorizzazione da Banca d'Italia, è previsto che Fondazione Cariplo provveda alla costituzione delle due Sicaf eterogestite, con mandato di gestione a REDO.

Infine, è previsto che, subordinatamente agli atti formali necessari, si proceda alla fusione di FIL1 e di FIL2 rispettivamente nelle due Sicaf eterogestite.

#### 2.1.2. Elementi essenziali del Conferimento

Il Conferimento ha ad oggetto il Ramo d'Azienda detenuto da InvestiRE e composto dai beni, rapporti giuridici, attività, passività e risorse di InvestiRE funzionali alla gestione dei Comparti Uno e Due del Fondo Immobiliare di Lombardia, comprensivo dei rapporti giuridici attivi e passivi inerenti a tali comparti, ivi incluso il diritto di richiamare gli impegni sottoscritti ancora pendenti.

In particolare, il Ramo d'Azienda è composto da: (i) le attività e passività attinenti all'attività del Ramo d'Azienda e trasferite con il Conferimento; (ii) i contratti di lavoro con il personale che sarà impiegato da REDO al fine di gestire i fondi FIL1 e FIL2; (iii) il valore intrinseco dalla gestione, ravvisabile nell'avviamento, dei fondi FIL1 e FIL2, che sarà trasferito a REDO (inclusa la capacità di sviluppare eventuali nuove iniziative).

Il Ramo d'Azienda sarà conferito a REDO ad un valore convenzionale pari a Euro 11.500.000,00, che sarà imputato:

- quanto a Euro 1.150.000,00, a capitale sociale di REDO mediante l'emissione di n. 115.000.000 azioni; e
- quanto alla differenza di Euro 10.350.000,00, a riserva sovrapprezzo.

A tale riguardo, le parti hanno convenuto di avvalersi del regime di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ. al fine di procedere alla valutazione del Ramo d'Azienda oggetto di Conferimento.

In data 5 marzo 2019, il Prof. Riccardo Tiscini, esperto indipendente nominato da InvestiRE ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ., ha rilasciato la propria valutazione di stima dalla quale risulta che il valore del Ramo d'Azienda al 31 dicembre 2018 risulta pari a circa Euro 11.600.000. Ai sensi della normativa richiamata, qualora l'atto di conferimento fosse stipulato dopo il 30 giugno 2019, InvestiRE richiederà una valutazione aggiornata del Ramo d'Azienda riferita a una data precedente di non oltre sei mesi il Conferimento.

Ai sensi dell'Accordo Quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI, la stipula dell'atto di conferimento è subordinata; (i) all'esito positivo dell'interpello circa il trattamento fiscale delle fusioni fra OICR, presentato da REDO ex art. 11 della legge 27 luglio 2000, n. 212; (ii) all'ottenimento dell'autorizzazione alla prestazione della gestione collettiva del risparmio per REDO e dell'autorizzazione alla costituzione delle Sicaf Eterogestite; e (iii) all'espressione di pareri positivi del Comitato Consultivo del FIA e/o all'assunzione di deliberazioni positive dell'Assemblea dei Partecipanti al FIA in merito al trasferimento della gestione di FIL 1 e FIL 2 e alle successive fusioni dei comparti nelle rispettive Sicaf Eterogestite.

L'atto di conferimento conterrà usuali dichiarazioni e garanzie per operazioni simili, ivi incluse quelle relative alla regolarità contributiva e retributiva dei dipendenti trasferiti.

Il Conferimento non avrà effetti sulla *governance* di REDO come disciplinata dai patti parasociali sottoscritti in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo e InvestiRE.

### 2.1.3. Condizioni sospensive

Ai sensi dell'Accordo Quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI, l'efficacia del conferimento del Ramo d'Azienda sarà sospensivamente condizionata:

- (i) alla conclusione della relativa procedura di informazione e consultazione sindacale;
- (ii) al rilascio da parte di Banca d'Italia a REDO dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio; e
- (iii) al perfezionamento del trasferimento a favore di REDO della gestione del Comparto Uno e del Comparto Due del FIL.

## **2.2. Parti correlate con cui il Conferimento è stato posto in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione.**

Alla data di pubblicazione del Documento Informativo:

- (i) Banca Finnat controlla InvestiRE ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1, cod. civ. e del Regolamento Consob, detenendo una partecipazione rappresentativa del 50,16% del relativo capitale sociale, ed esercita sulla stessa attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e ss. cod. civ.;
- (ii) REDO è soggetta all'influenza notevole di InvestiRE (la quale detiene il 33,3% del capitale sociale di REDO) ai sensi dell'art. 2359 cod. civ. e della disciplina applicabile in materia di operazioni con parti correlate.

REDO è pertanto parte correlata della Banca.

Inoltre, il Conferimento si qualifica come "operazione di maggiore rilevanza" ai sensi dell'art. 7 e dell'Allegato 1 del Regolamento Banca Finnat, in quanto il controvalore dell'operazione supera la soglia del 5% del patrimonio netto di vigilanza consolidato pari a Euro 166,3 milioni.

Pertanto, il Comitato Rischi della Banca è stato chiamato ad esprimere, e in data 1° aprile 2019 ha espresso all'unanimità, parere favorevole sull'interesse della Banca all'esecuzione del Conferimento nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo. Per maggiori dettagli sulla procedura espletata *cf.* il successivo Paragrafo 2.8 del presente Documento Informativo.

Per ulteriori informazioni, vedasi il parere del Comitato (il "**Parere**") allegato al presente Documento Informativo *sub "A"*.

## **2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Banca all'esecuzione del Conferimento.**

L'operazione di Conferimento è parte integrante di un progetto di rilevanza strategica, che vede la Banca interessata in veste di Capogruppo, disciplinato dall'Accordo Quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 da Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI, che:

- costituisce un'innovativa opportunità nell'ambito del *social housing*, che consentirebbe a InvestiRE di rimarcare la stretta connessione con gli enti legati al territorio lombardo (Comune e

Regione) e gli investitori istituzionali promotori (CDPI e Fondazione Cariplo), incrementando e valorizzando al contempo l'*expertise* di InvestIRE nel settore di riferimento;

- consente alla stessa InvestIRE di presidiare con continuità i rapporti e le competenze maturate, preservando il valore sociale creato per i propri azionisti nel campo del *social housing*.

Inoltre, nell'ambito dell'operazione sono stati previsti adeguati presidi (limiti territoriali all'investimento e maggioranze qualificate per l'approvazione di eventuali investimenti che non rientrino in tali limiti) che salvaguardano l'operatività di InvestIRE nel comparto nonché adeguate protezioni parasociali in favore della stessa.

In definitiva, le prospettive di sviluppo di REDO, considerando anche le caratteristiche degli altri promotori dell'iniziativa, appaiono di interesse per il Gruppo facente capo alla Banca, in considerazione di più fattori di mercato. Per ulteriori informazioni si rinvia al successivo paragrafo 2.5.

#### **2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo del Conferimento e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.**

Al 31 dicembre 2018, il Ramo d'Azienda risulta essere costituito dai seguenti elementi attivi e passivi:

<b>Elementi patrimoniali</b>	<b>SALDO 31/12/2018</b>
Attrezzature	
Macchine d'ufficio ed elettroniche	2.000,00
Cassa	52.401,30
Benefit casa (credito vs dipendente per quote da recuperare)	878,00
Risconto attivo per retention periodo maggio 2018 - maggio 2019	2.687,50
Altri crediti (rimborso multe)	52,70
<b>Totale ATTIVO</b>	<b>58.019,50</b>
Trattamento di fine rapporto	58.019,50
Debiti vs dipendenti per ferie maturate e non godute, banca ore	75.831,86
<b>Totale PASSIVO</b>	<b>133.851,36</b>

Nel menzionato Accordo Quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI, è previsto che, subordinatamente alla conferma da parte di un esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ., il Ramo d'Azienda sarà conferito a REDO ad un valore convenzionale pari a Euro 11.500.000,00, che sarà imputato:

- quanto a Euro 1.150.000,00, a capitale sociale di REDO mediante l'emissione di n. 115.000.000 azioni; e
- quanto alla differenza di Euro 10.350.000,00, a riserva sovrapprezzo.

La congruità del valore di conferimento del Ramo d'Azienda nella prospettiva di InvestiRE è stata attestata dal Prof. Michele Galeotti, in qualità di esperto indipendente nominato dal Comitato, il quale ha rilasciato la propria *fairness opinion* in data 31 marzo 2019.

#### 2.4.1. Fairness Opinion del Prof. Michele Galeotti

Il Comitato Rischi della Banca ha incaricato un *advisor* finanziario indipendente di predisporre un parere di congruità dei valori di conferimento del Ramo d'Azienda (*fairness opinion*), nominando con propria delibera del 18 marzo 2019, il Prof. Michele Galeotti, Ordinario di Economia aziendale all'Università di Roma La Sapienza. Si riporta di seguito una sintesi dell'attività svolta dal Prof. Michele Galeotti.

L'*advisor* finanziario è stato nominato sulla base di valutazioni autonome del Comitato Rischi e in precedenza non ha mai intrattenuto rapporti con la Banca.

Il Prof. Galeotti, nel proprio parere rilasciato in data 31 marzo 2019, nel dichiarare l'insussistenza, di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: (i) la Banca; (ii) i soggetti che controllano la Banca, e società controllate dall'emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima; (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), ha espresso una valutazione positiva circa la congruità del corrispettivo ipotizzato per il trasferimento del ramo di azienda.

La *fairness opinion* è stata quindi utilizzata come una delle informazioni di supporto al Comitato nell'ambito del processo di espressione del suo parere sull'interesse della Banca a che InvestiRE esegua il Conferimento, nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo.

Ai fini della predisposizione della *fairness opinion*, il Prof. Michele Galeotti ha analizzato, tra l'altro, la seguente documentazione fornita da Banca Finnat:

- Report predisposto da InvestIRE denominato "Progetto nuova SGR-SICAF Lombardia. Lo strumento SICAF specializzato nel social housing" del novembre 2018;
- Report predisposto da InvestIRE denominato "REDO SGR composizione e valutazione del ramo d'azienda oggetto di conferimento" del dicembre 2018;
- Relazione di gestione del Fondo Immobiliare di Lombardia Comparto Uno, del dicembre 2018;
- Relazione di gestione del Fondo Immobiliare di Lombardia Comparto Due, del dicembre 2018;
- Business Plan 2019-2021 del Ramo d'Azienda;
- Business Plan del fondo FIL 2 del 28 febbraio 2018;
- Business Plan del fondo FIL 1 del 18 luglio 2018;
- Situazione patrimoniale del Ramo d'Azienda al 31 dicembre 2018;
- Relazione di stima del valore economico del Ramo d'Azienda redatta dal Prof. Riccardo Tiscini.

Ai fini del rilascio della propria *fairness opinion*, il Prof. Michele Galeotti ha determinato l'EBITDA e il NOPAT del Ramo d'Azienda (quest'ultimo assumendo un *tax rate* del 30% comprensivo di IRES e IRAP) per il periodo 2018 – 2021, sulla base dei *business plan* dei fondi FIL1 e FL2 e del piano industriale di InvestIRE, come di seguito riportato.

Descrizione	2018	2019	2020	2021	medio
Commissioni attive	3.100	4.320	4.397	4.400	4.054
-FIL 1	2.920	4.107	4.176	4.191	3.848
-FIL 2	180	213	221	209	206
Commissioni passive	-	-	-	-	-
<b>Margine diretto</b>	<b>3.100</b>	<b>4.320</b>	<b>4.397</b>	<b>4.400</b>	<b>4.054</b>
Costi del personale	(1.762)	(1.879)	(2.234)	(2.293)	(2.042)
Costi diretti operativi	(151)	(157)	(165)	(173)	(161)
Costi di struttura	(302)	(300)	(303)	(305)	(303)
<b>Margine Netto della gestione (EBITDA)</b>	<b>885</b>	<b>1.984</b>	<b>1.695</b>	<b>1.629</b>	<b>1.548</b>
Imposte sul reddito	(266)	(595)	(509)	(489)	(464)
<b>NOPAT</b>	<b>619</b>	<b>1.389</b>	<b>1.186</b>	<b>1.140</b>	<b>1.084</b>

Sulla base dei valori indicati nel prospetto sopra riportato, il Prof. Michele Galeotti ha quindi stimato i valori di conferimento del Ramo d'Azienda con i seguenti metodi di valutazione normalmente utilizzati dalla prassi nazionale ed internazionale:

- il metodo dei multipli applicato all'EBITDA. Nella stima del valore economico di società che esercitano l'attività di gestione del risparmio (SGR) è diffusa la prassi di ricorrere ai multipli medi di mercato, utilizzando quale base di calcolo l'EBITDA. Il multiplo di mercato normalmente

adottato è quindi il rapporto EV/EBITDA. Nell'applicazione del metodo dei multipli sono stati presi a riferimento i seguenti parametri: (i) un *panel* di aziende comparabili composto da società con *business* coincidente a quello del Ramo d'Azienda; e (ii) i multipli EV/EBTDA per ogni azienda del campione costruito.

- il metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al reddito operativo disponibile al netto delle imposte (NOPAT). Tenuto conto delle proiezioni reddituali del Ramo d'Azienda, come rappresentante nella tabella sopra illustrata, il valore economico del Ramo d'Azienda è stato determinato anche con il metodo reddituale, utilizzando la versione del metodo reddituale *asset side* capitalizzando il NOPAT medio prospettico secondo la formula:  $EV = (NOPAT / Cc) - PFN$ . Secondo questa impostazione dal valore di capitalizzazione occorre sottrarre l'indebitamento finanziario misurato dalla posizione finanziaria netta (PFN) esistente alla data di riferimento della stima. Il tasso di capitalizzazione (Cc) esprime il costo del capitale proprio, ovvero il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio, rispetto all'azienda oggetto di valutazione. Segnatamente, il metodo reddituale è stato applicato prendendo a riferimento la capitalizzazione dei flussi reddituali desunti del piano, attualizzati per il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il valore del Ramo d'Azienda secondo il criterio dei multipli di mercato è stato quindi individuato come il valore medio dei valori risultanti dall'applicazione del moltiplicatore EV/EBITDA nel suo importo massimo (8,1) e nel suo importo minimo (7,5), ed è pari a Euro 12,05 milioni.

Il valore del Ramo d'Azienda determinato sulla scorta del metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al NOPAT, individuato capitalizzando il NOPAT medio storico/prospettico (pari a Euro 1.084 migliaia) al tasso WACC del 9,62%, è pari ad Euro 11,25 milioni.

Tenuto conto delle considerazioni sviluppate riguardo ai metodi, alle scelte applicative adottate, alle ipotesi assunte nello sviluppo delle diverse valutazioni, nonché di quanto complessivamente esposto nella *fairness opinion*, l'*advisor* finanziario è pervenuto a determinare un intervallo di valori, compreso tra un minimo di Euro 11,25 milioni ed un massimo di Euro 12,05 milioni, entro cui collocare il presumibile valore economico del Ramo d'Azienda.

Secondo quanto rappresentato nella *fairness opinion*, l'*advisor* finanziario indipendente del Comitato ha attribuito la medesima importanza alle metodologie adottate tenuto conto che (i) l'applicazione dei



diversi metodi conduce a risultati economici convergenti e compresi in un intervallo di valori piuttosto ristretto e (ii) sul piano scientifico e nella prassi operativa i metodi impiegati sono pienamente razionali ed affidabili.

Alla luce di quanto precede, il Prof. Michele Galeotti ha concluso che *“il corrispettivo determinato per il conferimento del Ramo d’Azienda da INVESTIRE SGR S.P.A. a REDO S.P.A., fatto pari a 11,5 milioni di Euro, può ritenersi congruo”*.

La *fairness opinion* del Prof. Galeotti è allegata integralmente al presente Documento Informativo *sub “B”*.

### **2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari del Conferimento.**

L’operazione di Conferimento avrà una incidenza positiva sulla situazione patrimoniale del Gruppo generando un impatto positivo sul CET 1 Ratio. In particolare, gli effetti positivi saranno conseguenti alla riduzione dell’avviamento in capo alla InvestiRE, posta che incide negativamente sui fondi propri del Gruppo.

Come anticipato, il Conferimento si qualifica come “operazione di maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento Consob e del Regolamento Banca Finnat. L’Allegato 1 al Regolamento Banca Finnat prevede che un’operazione con parti correlate si qualifica di maggiore rilevanza qualora almeno uno dei seguenti indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 5%: (a) l’indice di rilevanza del controvalore, ovvero sia il rapporto tra il controvalore dell’operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato; (b) l’indice di rilevanza dell’attivo, ovvero sia il rapporto tra il totale attivo dell’entità oggetto dell’operazione e il totale attivo della Banca; (c) l’indice di rilevanza delle passività, ovvero sia il rapporto tra il totale delle passività dell’entità acquisita e il totale attivo della Banca.

Il Conferimento integra pertanto un’operazione di maggiore rilevanza con riferimento all’indice del controvalore. In particolare, il controvalore complessivo dell’operazione (Euro 11,5 milioni) è superiore alla soglia di rilevanza oggi applicabile che è pari a Euro 8,3 milioni, corrispondente al 5% del patrimonio di vigilanza netto consolidato del Gruppo Banca Finnat pari ad Euro 166,3 milioni, tratto dalla Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2018 della Banca

***2.6. Incidenza del Conferimento sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate.***

In conseguenza del Conferimento non si prevede alcuna variazione dei compensi degli Amministratori della Banca e/o delle società del Gruppo Banca Finnat.

***2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Banca nell'operazione.***

Nell'ambito dell'operazione di Conferimento non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e/o dirigenti di Banca Finnat.

Si rinvia in ogni caso a quanto già osservato nel precedente paragrafo 1.1.

***2.8. Iter di approvazione del Conferimento.***

*Attività del Comitato di Banca Finnat*

L'operazione di rilevanza strategica descritta al precedente paragrafo 2.1, in cui si inserisce il Conferimento, è stata oggetto di esame da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca nelle riunioni del 12 luglio 2017, 3 agosto 2017, 9 novembre 2017, 26 giugno 2018, 12 luglio 2018, 9 novembre e 18 dicembre 2018.

I membri del Comitato sono stati dunque coinvolti nella fase delle trattative e di istruttoria, attraverso un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, ricevuto sia in sede di Comitato sia in sede consiliare, che ha consentito al Comitato stesso di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere dal *management* della Banca e di InvestiRE.

Con specifico riferimento al Conferimento, il Comitato è stato informato dell'operazione di maggiore rilevanza in data 11 marzo 2019 come previsto dagli artt. 7.3 e 14 del Regolamento Banca Finnat.

In data 18 marzo 2019, il Comitato si è riunito al fine di esaminare la documentazione relativa all'operazione, nominare il proprio *advisor* indipendente e avviare le attività propedeutiche all'esame dell'operazione.

In data 28 marzo 2019 il *management* della Banca ha trasmesso ai membri del Comitato un aggiornamento circa lo stato di avanzamento delle trattative relative al Conferimento unitamente a una nota di sintesi dei termini e delle condizioni del Conferimento predisposta dalla funzione *compliance* di InvestIRE, nonché la relazione di stima predisposta dal Prof. Riccardo Tiscini, esperto indipendente incaricato da InvestIRE ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, cod. civ.

In data 1° aprile 2019 il Comitato, in vista della riunione del Consiglio di Amministrazione convocata per il 3 aprile 2019 per deliberare sul Conferimento, avendo compiutamente analizzato la *fairness opinion* predisposta dal proprio *advisor* finanziario indipendente, ha formulato all'unanimità il proprio parere in merito all'interesse della Banca in veste di Capogruppo all'esecuzione del Conferimento da parte di InvestIRE nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni. In particolare, il predetto parere è stato approvato all'unanimità da tutti i membri del Comitato: Marco Tofanelli, Ermanno Boffa e Roberto Cusmai.

Il Parere del Comitato e la *fairness opinion* rilasciata dal Prof. Galeotti sono integralmente allegati al presente Documento Informativo *sub* "A" e "B".

#### Approvazione del Conferimento da parte del Consiglio di Amministrazione di Banca Finnat

Come sopra evidenziato, l'operazione di rilevanza strategica in cui si inserisce il Conferimento, è stata oggetto di esame da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca nelle riunioni del 26 giugno, 12 luglio, 9 novembre e 18 dicembre 2018.

Il Consiglio di Amministrazione del 3 aprile 2019, dopo aver esaminato il Parere favorevole del Comitato, all'unanimità ha deliberato favorevolmente l'operazione di Conferimento.

In particolare, alla richiamata adunanza del Consiglio di Amministrazione di Banca Finnat hanno espresso voto favorevole tutti i consiglieri presenti e votanti: Flavia Mazzarella (Presidente), Leonardo Buonvino (Vice Presidente), Marco Tofanelli (Vice Presidente indipendente), Ermanno Boffa (indipendente), Roberto Cusmai (indipendente), Giulia Nattino, Maria Sole Nattino e Lupo Rattazzi. I consiglieri Carlo Carlevaris (Presidente Onorario) e Andreina Scognamiglio (indipendente) non erano presenti e non hanno, dunque, partecipato al voto.

Nella predetta deliberazione il Consigliere e Amministratore Delegato Arturo Nattino ha dichiarato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2391 cod. civ., di ricoprire il ruolo di Consigliere di Amministrazione nella REDO e, ai sensi e per gli effetti dell'art. 53, comma 4 del TUB e dell'art. 6, comma 2-*novies* del TUF, si è astenuto dalla votazione.

#### Approvazione del Conferimento da parte del Consiglio di Amministrazione di InvestiRE

Il Consiglio di Amministrazione di InvestiRE, anche tenuto conto di quanto riferito dal Presidente del Consiglio Amministrazione Arturo Nattino in merito alle deliberazioni assunte dalla banca capogruppo, ha approvato l'operazione di Conferimento in data 3 aprile 2019.

In particolare, alla richiamata adunanza del Consiglio di Amministrazione di InvestiRE hanno espresso voto favorevole l'Amministratore Delegato Dario Valentino e i Consiglieri Domenico Bilotta, Anna Pasquali, Leonardo Buonvino, Ermanno Boffa, Marco Tofanelli, Antonio Mustacchi, Giuseppe Mazarella e Maurizio Pinnarò.

Nella predetta deliberazione il Presidente del Consiglio di Amministrazione Arturo Nattino e i Consiglieri Giulio Bastia e Fabio Carlozzo hanno dichiarato di ricoprire cariche nel Consiglio di Amministrazione di REDO e per quanto riguarda il Consigliere Fabio Carlozzo anche di avere un rapporto di lavoro con InvestiRE, che rientra nel perimetro del Ramo d'Azienda.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione Arturo Nattino e i Consiglieri Giulio Bastia e Fabio Carlozzo si sono quindi astenuti dalla votazione ai sensi dell'articolo 53, comma 4 del TUB e 6, comma 2-*novies* del TUF.

La Vice Presidente Barbara Pivetta non era presente alla riunione consiliare e non ha, dunque, partecipato al voto.

***2.9. Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.***

La fattispecie descritta non è applicabile al Conferimento.

\* \* \*

## ALLEGATI

- Allegato "A":** Parere del Comitato di Banca Finnat
- Allegato "B":** *Fairness opinion* del Prof. Michele Galeotti



**COMITATO RISCHI DI BANCA FINNAT EURAMERICA S.P.A.**

**PARERE**

**SULL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO DA PARTE DI INVESTIRE SGR S.P.A.  
DEL RAMO D'AZIENDA "FIL" IN REDO SGR S.P.A. SOC. BENEFIT**

*1° aprile 2019*

Redatto ai sensi dell'art. 7.5 del Regolamento per le operazioni con soggetti collegati e per l'assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati adottato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. e dell'art. 8 del Regolamento adottato con delibera Consob del 12 marzo 2010, n. 17221, come successivamente modificato

<b>1. PREMESSE .....</b>	<b>3</b>
<b>2. DESCRIZIONE DEL CONFERIMENTO .....</b>	<b>4</b>
<b>3. SINTESI DELLE ATTIVITÀ SVOLTE DAL COMITATO.....</b>	<b>7</b>
3.1. ATTIVITÀ ISTRUTTORIA DEL COMITATO .....	7
3.2. ADVISOR DEL COMITATO.....	8
3.3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA AI FINI DEL RILASCIO DEL PARERE.....	8
<b>4. ANALISI E VALUTAZIONI DEL COMITATO .....</b>	<b>8</b>
4.1. INTERESSE DELLA BANCA E DEI SUOI AZIONISTI ALL'ESECUZIONE DEL CONFERIMENTO .....	8
4.2. VALUTAZIONI RELATIVE AI VALORI DI CONFERIMENTO DEL RAMO D'AZIENDA .....	9
<b>5. CONCLUSIONI .....</b>	<b>11</b>



## 1. Premesse

Il presente parere è rilasciato dal Comitato Rischi (il "**Comitato**") di Banca Finnat Euramerica S.p.A. (la "**Banca**") con riferimento al prospettato conferimento (il "**Conferimento**") da parte di InvestIRE Sgr S.p.A. ("**InvestiRE**") in Redo Sgr S.p.A. Soc. Benefit ("**Redo**") del ramo d'azienda relativo alla gestione dei Comparti Uno ("**FIL 1**") e Due ("**FIL 1**") del Fondo Immobiliare di Lombardia ("**FIL**"), come illustrato nel prosieguo (il "**Ramo d'Azienda**" o il "**Ramo**").

La Banca controlla InvestIRE, con una partecipazione pari al 50,16% del capitale sociale, ed esercita su InvestIRE l'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 cod. civ. Il capitale sociale di Redo è detenuto, quanto al 66,7% dalla Fondazione Cariplo e quanto al 33,3% da InvestIRE.

Ai sensi del Regolamento Consob approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "**Regolamento Consob**"), e del titolo V, capitolo 5 delle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche di cui alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2016 e del Regolamento adottato dalla Banca "*Regolamento per le operazioni con soggetti collegati e per l'assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati*", come da ultimo aggiornato il 18 dicembre 2018 (il "**Regolamento Banca Finnat**"), Redo è parte correlata della Banca, in quanto società sulla quale InvestIRE esercita un'influenza notevole ai sensi dell'art. 2359 cod. civ. Tenuto conto che Redo è una parte correlata e che il Regolamento Banca Finnat si applica alle operazioni poste in essere dalla Banca e dalle società del gruppo ad essa facente capo, il Conferimento è soggetto all'applicazione degli adempimenti informativi e procedurali previsti dal medesimo Regolamento.

In particolare, il Conferimento integra un'operazione di maggiore rilevanza, ai sensi dell'art. 7 e dell'Allegato 1 del Regolamento Banca Finnat con riferimento all'indice di rilevanza del controvalore, in quanto il controvalore dell'operazione di Conferimento supera la soglia del 5% del patrimonio netto consolidato pari a Euro 166,3 milioni.

È previsto che l'operazione con parte correlata sia approvata dal Consiglio di Amministrazione della Banca durante la riunione consiliare convocata per il giorno 3 aprile 2019 previo parere vincolante del Comitato Rischi.

Si evidenzia che la maggioranza dei componenti del Comitato, e segnatamente i Signori Marco Tofanelli e Ermanno Boffa, sono altresì componenti del Consiglio di Amministrazione della InvestIRE SGR S.p.A. ed in particolare Marco Tofanelli è Amministratore indipendente nella InvestIRE SGR S.p.A.

Alla luce di quanto precede, in data 1° aprile 2019 il Comitato si è riunito al fine di rilasciare, ai sensi dell'art. 7.5 del Regolamento Banca Finnat, il proprio parere motivato e vincolante sull'interesse della Banca al compimento dell'operazione con parte correlata nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

## 2. Descrizione del Conferimento

In base alle informazioni fornite dal *management* della Banca e di InvestIRE e alle evidenze documentali pervenute al Comitato, si riportano di seguito le principali caratteristiche del prospettato Conferimento.

### 2.1. Progetto strategico in cui si inserisce il Conferimento

Il Conferimento si inserisce nell'ambito di una più ampia operazione di rilevanza strategica che trae origine dalle politiche abitative e sulla rigenerazione urbana promosse dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, sulle quali la Fondazione Cariplo ha promosso una riflessione con la Regione Lombardia, il Comune di Milano ed il gruppo Cassa Depositi e Prestiti.

Nell'ambito di tale riflessione Fondazione Cariplo ha valutato positivamente la costituzione di una società di investimento a capitale fisso (SICAF) immobiliare, multicomparto dedicata all'*housing* sociale e alla rigenerazione urbana, focalizzata principalmente sulla Lombardia, quale strumento innovativo per rinforzare ulteriormente la propria progettualità e il coinvolgimento più diretto degli *stakeholder* interessati nella mission sociale.

Fondazione Cariplo ha, pertanto, proposto ad InvestIRE di partecipare a un progetto finalizzato alla creazione di un soggetto ispirato al modello citato, da raggiungere in fasi successive, attraverso in primo luogo il trasferimento a Redo di attività ed iniziative oggi facenti capo a InvestIRE stessa, quali il Ramo d'Azienda.

Fondazione Cariplo e InvestIRE hanno successivamente avviato un confronto con CDP Investimenti SGR S.p.A. ("CDPI") in quanto gestore del Fondo Investimenti per l'Abitare (il "FIA"), principale investitore nei due Comparti del Fondo Immobiliare di Lombardia. Il FIA e la Fondazione Cariplo posseggono, rispettivamente, una partecipazione pari al 66,8% e al 5,3% del numero delle quote emesse del FIL 1 e al 43,8% e al 27,9% del numero delle quote emesse del FIL 2. Fondazione Cariplo, InvestIRE e CDPI hanno, di conseguenza, sottoscritto, in data 17 dicembre 2018, un accordo quadro finalizzato alla creazione di un soggetto finanziario con una mission statutaria che abbia espliciti obiettivi sia di tipo finanziario che di ricaduta territoriale e sociale.

L'operazione, il cui obiettivo finale è quello di costituire una SICAF multicomparto, riservata, a gestione interna, risponde per InvestIRE alle seguenti motivazioni strategiche:

- costituisce un'innovativa opportunità nell'ambito del *social housing*, che consentirebbe alla stessa di rimarcare la stretta connessione con gli enti legati al territorio lombardo (Comune e Regione) e gli investitori istituzionali promotori (CDP Investimenti e Fondazione Cariplo), incrementando e valorizzando al contempo l'*expertise* nel settore di riferimento;
- consentirebbe alla stessa InvestIRE di presidiare con continuità i rapporti e le competenze maturate, preservando il valore sociale creato per i propri azionisti nel campo del *social housing*.

L'operazione sarà realizzata attraverso più fasi al fine di accelerare l'inizio dell'operatività del nuovo soggetto e di valutare le evoluzioni normative che dovessero intervenire in futuro.

In particolare, ferme restando le diverse determinazioni che dovessero essere assunte ad esito delle interlocuzioni in corso tra le parti e le competenti Autorità di Vigilanza, si prevede che l'operazione sia articolata nelle seguenti fasi:

- (a) prima fase: costituzione di Redo (i) la quale a seguito dell'autorizzazione della Banca d'Italia si renderà trasferitaria del Ramo d'Azienda e (ii) a cui verrà trasferita da InvestiRE la gestione degli stessi FIL1 e FIL2; in questa fase, Fondazione Cariplo si farà contestualmente promotrice della costituzione di due Sicaf eterogestite, con Redo quale gestore esterno, di tipo riservato (collettivamente le "**Sicaf Eterogestite**"), presentando agli Organi di Vigilanza le relative istanze di costituzione;
- (b) seconda fase: fusione per incorporazione dei patrimoni del FIL1 e del FIL2 nelle due Sicaf Eterogestite;
- (c) eventuale terza fase: "fusione" delle due Sicaf Eterogestite in una unica Sicaf a gestione interna (la "**Sicaf Autogestita**"), alla quale verrà altresì trasferito il complesso aziendale di Redo al fine di dotare la Sicaf Autogestita della necessaria struttura di gestione.

Nell'ambito della prima e seconda fase dell'operazione, sono stati già effettuati i seguenti passaggi:

- (a) costituzione di Redo: Fondazione Cariplo e InvestiRE hanno proceduto in data 17 dicembre 2018 alla costituzione di Redo nella forma di società per azioni di diritto italiano, con capitale sociale iniziale pari a Euro 500.000,00 (cinquecentomila/00), sottoscritto e interamente versato quanto al 66,7% da Fondazione Cariplo e quanto al restante 33,3% da InvestiRE con emissione di n. 5.000.000,00 azioni e alla nomina dei relativi organi sociali;
- (b) approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Redo in data 21 gennaio 2019 della Istanza di autorizzazione per l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio da parte di Redo;
- (c) approvazione e presentazione alla Banca d'Italia da parte di Fondazione Cariplo, quale socio fondatore e promotore, di due istanze di autorizzazione alla costituzione delle due Sicaf Eterogestite, con capitale sociale di euro 50.000, nelle quali confluiranno per fusione i comparti FIL 1 e FIL 2; tali istanze sono presentate in concomitanza con la presentazione dell'istanza di autorizzazione della SGR essendo la loro costituzione parte integrante dell'operazione come sopra descritta.

A seguito dell'autorizzazione ed all'inizio dell'operatività di Redo, è allo stato prevista la realizzazione delle seguenti operazioni:

- (a) il Conferimento;
- (b) la cessione di azioni di Redo da InvestiRE a Fondazione Cariplo al fine di ristabilire la proporzione iniziale di partecipazione rispettivamente pari al 33,3% e al 66,7% del capitale sociale;
- (c) un aumento di capitale di Redo, per un importo minimo di Euro 4.000.000,00 fino ad un importo massimo di euro 8.000.000,00 (incluso sovrapprezzo) offerto in prelazione ai quotisti del FIL 1 secondo le proporzioni di partecipazione al fondo (i "Nuovi Soci"). Si fa presente che CDPI, quale investitore del FIL1 per conto del FIA, ha già comunicato che non

intende partecipare all'aumento di capitale della SGR. Il capitale rimasto inoptato da parte dei quotisti di FIL1 sarà offerto: (i) in sottoscrizione agli altri quotisti del FIL1 secondo le medesime proporzioni di partecipazione al fondo; (ii) in caso di mancata o parziale sottoscrizione da parte di questi ultimi, ad uno o più investitori istituzionali concordemente individuati da Fondazione Cariplo e InvestIRE. Al perfezionamento dell'aumento di capitale, ai quotisti di FIL1 che abbiano sottoscritto l'aumento di capitale saranno attribuite un numero di azioni di Redo complessivamente fino ad un importo massimo di Euro 8.000.000,00, corrispondente al 40% del totale delle azioni emesse; in tale ipotesi la partecipazione iniziale di Fondazione Cariplo si ridurrebbe al 40% e quella di InvestIRE al 20%.

## 2.2. Elementi essenziali del Conferimento

Il Conferimento ha ad oggetto il Ramo d'Azienda detenuto da InvestIRE e composto dai beni, rapporti giuridici, attività, passività e risorse di InvestIRE funzionali alla gestione dei Comparti Uno e Due del Fondo Immobiliare di Lombardia, comprensivo dei rapporti giuridici attivi e passivi inerenti tali comparti, ivi incluso il diritto di richiamare gli impegni sottoscritti non ancora richiamati. In particolare, il Ramo d'Azienda è composto da: (i) attività e passività attinenti all'attività del ramo e trasferite con il Conferimento; (ii) i contratti di lavoro con il personale che sarà impiegato da Redo al fine di gestire i fondi FIL1 e FIL2; (iii) il valore intrinseco dalla gestione, ravvisabile nell'avviamento, dei fondi FIL1 e FIL2, che sarà trasferito a Redo (inclusa la capacità di sviluppare eventuali nuove iniziative).

Il Ramo d'Azienda sarà conferito a Redo ad un valore convenzionale pari a Euro 11.500.000,00, che sarà imputato:

- quanto a Euro 1.150.000,00, a capitale sociale di Redo mediante l'emissione di n. 115.000.000 azioni; e
- quanto alla differenza di Euro 10.350.000,00, a riserva sovrapprezzo.

A tale riguardo, le parti hanno convenuto di avvalersi del regime di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ. al fine di procedere alla valutazione del Ramo d'Azienda oggetto di Conferimento.

In data 5 marzo 2019, il Prof. Riccardo Tiscini, esperto indipendente nominato ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ., ha rilasciato la propria valutazione di stima dalla quale risulta che il valore del Ramo d'Azienda al 31 dicembre 2018 risulta pari a circa Euro 11.600.000. Ai sensi della normativa richiamata, qualora l'atto di conferimento fosse stipulato dopo il 30 giugno 2019, InvestIRE richiederà una valutazione aggiornata del Ramo d'Azienda riferita a una data precedente di non oltre sei mesi il Conferimento.

Ai sensi dell'accordo quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo, InvestIRE e CDPI, la stipula dell'atto di conferimento è subordinata; (i) all'esito positivo dell'interpello circa il trattamento fiscale delle fusioni fra OICR, [presentato da InvestIRE e dalla Fondazione Cariplo ex art. 11 della legge 27 luglio 2000, n. 212; (ii) all'ottenimento dell'autorizzazione alla prestazione della gestione collettiva del risparmio per Redo e dell'autorizzazione alla costituzione delle Sicaf Eterogestite; (iii) all'espressione di pareri positivi

del Comitato Consultivo del FIA e/o all'assunzione di deliberazioni positive dell'Assemblea dei Partecipanti al FIA in merito al trasferimento della gestione dei Comparti e alle successive fusioni dei Comparti nelle rispettive Sicaf Eterogestite.

L'atto di conferimento conterrà le usuali dichiarazioni e garanzie per operazioni simili, ivi incluse quelle relative alla regolarità contributiva e retributiva dei dipendenti trasferiti.

Il Conferimento non avrà effetti sulla *governance* di Redo come disciplinata dai patti parasociali sottoscritti in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo e InvestiRE.

### 2.3. Condizioni sospensive

Ai sensi dell'accordo quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 tra Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI, l'efficacia del conferimento del Ramo d'Azienda sarà sospensivamente condizionata:

- (i) alla conclusione della relativa procedura di informazione e consultazione sindacale;
- (ii) al rilascio da parte di Banca d'Italia a Redo dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e
- (iii) al perfezionamento del trasferimento a favore di Redo della gestione del Comparto Uno e del Comparto Due del FIL.

## 3. **Sintesi delle attività svolte dal Comitato**

### 3.1. Attività istruttoria del Comitato

Il Conferimento facente parte della più ampia operazione sopra descritta, è stato oggetto di esame da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca nelle riunioni del 26 giugno, 12 luglio, 9 novembre 2018 e 18 dicembre 2018.

I membri del Comitato sono stati dunque coinvolti nella fase delle trattative e di istruttoria, attraverso la ricezione di un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, ricevuto sia in sede di Comitato sia in sede consiliare, che ha consentito al Comitato stesso di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere dal management della Banca e di InvestiRE.

Con specifico riferimento al Conferimento, il Comitato, a seguito di specifica informativa ricevuta da InvestiRE ai sensi dell'art. 14 del Regolamento della Banca è stato informato dell'operazione di maggiore rilevanza in data 11 marzo 2019 come previsto dall'art. 7.3 del Regolamento Banca Finnat.

In data 18 marzo 2019, il Comitato si è riunito al fine di avviare le attività propedeutiche all'esame dell'operazione e con l'intento di nominare un *advisor* indipendente.

In data 28 marzo 2019 il *management* della Banca ha trasmesso ai membri del Comitato un aggiornamento circa lo stato di avanzamento delle trattative relative al Conferimento unitamente a una nota di sintesi dei termini e delle condizioni del Conferimento predisposta dalla funzione *compliance* di InvestiRE nonché alla relazione di stima predisposta dal Prof. Riccardo Tiscini, esperto indipendente incaricato da InvestiRE ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, cod. civ.

In data 1° aprile 2019 il Comitato, in vista della riunione del Consiglio di Amministrazione convocata per il 3 aprile 2019 per deliberare sul Conferimento, avendo compiutamente analizzato il parere di congruità predisposto dal proprio *advisor* finanziario indipendente, ha rilasciato il presente parere in merito all'interesse della Banca all'esecuzione del Conferimento da parte di InvestIRE nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

### 3.2. *Advisor del Comitato*

Come sopra evidenziato, ai fini della predisposizione del presente parere, in data 18 marzo 2019, il Comitato ha deliberato di avvalersi della consulenza, per quanto attiene la valutazione circa la congruità dei termini economici del Conferimento, di un *advisor* in possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza e indipendenza, individuato nel Prof. Michele Galeotti.

In tale contesto, il Comitato – con il supporto delle competenti strutture aziendali della Banca - ha proceduto a:

- conferire l'incarico secondo termini e condizioni in linea con la prassi di mercato per operazioni analoghe;
- verificare la sussistenza dei necessari requisiti di indipendenza e non correlazione; sul punto l'*advisor* finanziario ha confermato la propria indipendenza dichiarando l'insussistenza, di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: (i) la Banca; (ii) i soggetti che controllano la Banca, e società controllate dall'emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima; (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii).

### 3.3. *Documentazione esaminata ai fini del rilascio del parere*

Ai fini delle proprie valutazioni, il Comitato ha, tra l'altro, preso visione ed esaminato la seguente documentazione:

- (i) comunicazione del 20 novembre 2018 inviata dalla Banca alla InvestIRE, avente ad oggetto l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento ai sensi del Regolamento di Gruppo;
- (ii) comunicazione trasmessa da InvestIRE alla Banca in data 6 marzo 2019 avente ad oggetto lo stato di avanzamento delle attività relative all'operazione;
- (iii) nota di sintesi dei termini e delle condizioni del Conferimento predisposta dal *management* di InvestIRE del 6 marzo 2019;
- (iv) relazione di stima del valore economico del Ramo d'Azienda predisposta dal Prof. Riccardo Tiscini in data 5 marzo 2019;
- (v) parere di congruità predisposto dal Prof. Michele Galeotti a beneficio del Comitato, in data 31 marzo 2019.

## **4. *Analisi e valutazioni del Comitato***

### 4.1. *Interesse della Banca e dei suoi azionisti all'esecuzione del Conferimento*

All'esito dell'analisi della documentazione di cui al precedente paragrafo 3.3, il Comitato ha constatato che il Conferimento è parte integrante di un progetto di rilevanza strategica, disciplinato

dall'accordo quadro sottoscritto in data 17 dicembre 2018 Fondazione Cariplo, InvestiRE e CDPI, che:

- costituisce un'innovativa opportunità nell'ambito del *social housing*, che consentirebbe a InvestiRE di rimarcare la stretta connessione con gli enti legati al territorio lombardo (Comune e Regione) e gli investitori istituzionali promotori (CDP Investimenti e Fondazione Cariplo), incrementando e valorizzando al contempo l'*expertise* di InvestiRE nel settore di riferimento;
- consentirebbe alla stessa InvestiRE di presidiare con continuità i rapporti e le competenze maturate, preservando il valore sociale creato per i propri azionisti nel campo del *social housing*.

Il Comitato ha altresì rilevato quanto segue:

- che nell'ambito dell'operazione sono stati previsti adeguati presidî (limiti territoriali all'investimento e maggioranze qualificate per l'approvazione di eventuali investimenti che non rientrino in tali limiti) che salvaguardano l'operatività di InvestiRE nel comparto;
- che sono previste adeguate protezioni parasociali in favore di InvestiRE;
- che sono state previste specifiche maggioranze qualificate per l'approvazione di delibere Assembleari e del Consiglio di Amministrazione;
- che le prospettive di sviluppo di Redo, considerando anche le caratteristiche degli altri promotori dell'iniziativa, appaiono di assoluto interesse per la Banca, in considerazione di più fattori di mercato.

#### 4.2 Valutazioni relative ai valori di conferimento del Ramo d'Azienda

Al 31 dicembre 2018, il Ramo d'Azienda risulta essere costituito dai seguenti elementi attivi e passivi:

Elementi patrimoniali	SALDO 31/12/2018
Attrezzature	
Macchine d'ufficio ed elettroniche	2.000,00
Cassa	52.401,30
Benefit casa (credito vs dipendente per quote da recuperare)	878,00
Risconto attivo per retention periodo maggio 2018 - maggio 2019	2.687,50
Altri crediti (rimborso multe)	52,70
<b>Totale ATTIVO</b>	<b>58.019,50</b>
Trattamento di fine rapporto	58.019,50
Debiti vs dipendenti per ferie maturate e non godute, banca ore	75.831,86
<b>Totale PASSIVO</b>	<b>133.851,36</b>

Il Comitato ha acquisito il parere di congruità del proprio *advisor* finanziario indipendente, Prof. Michele Galeotti, in cui sono illustrati sinteticamente i metodi valutativi utilizzati ai fini della verifica di congruità dei valori di conferimento del Ramo d'Azienda.

In particolare, sulla base dei *business plan* dei fondi FIL1 e FL2, approvati dal Consiglio di Amministrazione di InvestIRE – rispettivamente - il 18 luglio e il 28 febbraio 2018, e del piano industriale di InvestIRE, approvato in data 8 febbraio 2018, il Prof. Galeotti ha determinato l'EBITDA e il NOPAT del Ramo d'Azienda (quest'ultimo assumendo un *tax rate* del 30% comprensivo di IRES e IRAP) per il periodo 2018 – 2021, con i seguenti metodi di valutazione:

Descrizione	2018	2019	2020	2021	medio
Commissioni attive	3.100	4.320	4.397	4.400	4.054
-FIL 1	2.920	4.107	4.176	4.191	3.848
-FIL 2	180	213	221	209	206
Commissioni passive	-	-	-	-	-
<b>Margine diretto</b>	<b>3.100</b>	<b>4.320</b>	<b>4.397</b>	<b>4.400</b>	<b>4.054</b>
Costi del personale	(1.762)	(1.879)	(2.234)	(2.293)	(2.042)
Costi diretti operativi	(151)	(157)	(165)	(173)	(161)
Costi di struttura	(302)	(300)	(303)	(305)	(303)
<b>Margine Netto della gestione (EBITDA)</b>	<b>885</b>	<b>1.984</b>	<b>1.695</b>	<b>1.629</b>	<b>1.548</b>
Imposte sul reddito	(266)	(595)	(509)	(489)	(464)
<b>NOPAT</b>	<b>619</b>	<b>1.389</b>	<b>1.186</b>	<b>1.140</b>	<b>1.084</b>

- il metodo dei multipli applicato all'EBITDA. Nella stima del valore economico di società che esercitano l'attività di gestione del risparmio (SGR) è diffusa la prassi di ricorrere ai multipli medi di mercato, utilizzando quale base di calcolo l'EBITDA. Il multiplo di mercato normalmente adottato è quindi il rapporto EV/EBITDA. Nell'applicazione del metodo dei multipli sono stati presi a riferimento i seguenti parametri: (i) un *panel* di aziende comparabili composto da società con *business* coincidente a quello del Ramo d'Azienda; e (ii) i multipli EV/EBTDA per ogni azienda del campione costruito.
- il metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al reddito operativo disponibile al netto delle imposte (NOPAT). Tenuto conto delle proiezioni reddituali del Ramo d'Azienda, come rappresentante nella tabella sopra illustrata, il valore economico del Ramo d'Azienda è stato determinato anche con il metodo reddituale, utilizzando la versione del metodo reddituale *asset side* capitalizzando il NOPAT medio prospettico secondo la formula:  $EV = (NOPAT / Cc) - PFN$ . Secondo questa impostazione dal valore di capitalizzazione occorre sottrarre l'indebitamento finanziario misurato dalla posizione finanziaria netta (PFN) esistente alla data di riferimento della stima. Il tasso di capitalizzazione (Cc) esprime il costo del capitale proprio, ovvero il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio, rispetto all'azienda oggetto di valutazione. Segnatamente, il metodo reddituale è stato applicato prendendo a riferimento la capitalizzazione dei flussi reddituali desunti del piano, attualizzati per il costo medio ponderato del capitale (WACC).

L'intervallo dei valori di mercato del Ramo d'Azienda ottenuto mediante l'impiego del metodo dei multipli applicato all'EBITDA è il seguente:



- il valore minimo è pari a Euro 11,6 milioni, ottenuto applicando al valore di EBITDA medio storico/prospettico per il periodo 2018 – 2021, pari a Euro 1,5 milioni, il moltiplicatore EV/EBITDA nel suo importo minimo (7,5);
- il valore massimo è pari a Euro 12,5 milioni, ottenuto applicando al valore di EBITDA medio storico/prospettico per il periodo 2018 – 2021, pari a Euro 1,5 milioni, il moltiplicatore EV/EBITDA nel suo importo massimo (8,1).

Il valore del Ramo d'Azienda secondo il criterio dei multipli di mercato è stato quindi individuato come il valore medio dei valori risultanti dall'applicazione del moltiplicatore EV/EBITDA nel suo importo massimo (8,1) e nel suo importo minimo (7,5), ed è pari a Euro 12,05 milioni.

Il valore del Ramo d'Azienda determinato sulla scorta del metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al NOPAT, individuato capitalizzando il NOPAT medio storico/prospettico (pari a Euro 1.084 migliaia) al tasso WACC del 9,62%, è pari ad Euro 11,25 milioni.

Tenuto conto delle considerazioni sviluppate a riguardo dei metodi, delle scelte applicative adottate, delle ipotesi assunte nello sviluppo delle diverse valutazioni, nonché di quanto complessivamente esposto nella *fairness opinion*, l'*advisor* finanziario è pervenuto ad un intervallo di valori, compreso tra un minimo di Euro 11,25 milioni ed un massimo di Euro 12,05 milioni, entro cui stimare il valore economico del Ramo d'Azienda.

Secondo quanto rappresentato nella *fairness opinion*, l'*advisor* finanziario ha attribuito la medesima importanza alle metodologie adottate tenuto conto che (i) l'applicazione dei diversi metodi conduce a risultati economici convergenti e compresi in un intervallo di valori piuttosto ristretto e (ii) sul piano scientifico e nella prassi operativa i metodi impiegati sono pienamente razionali ed affidabili.

Alla luce di quanto precede, l'*advisor* finanziario ha ritenuto che: "I metodi valutativi utilizzati individuano un intervallo di valori compreso tra Euro/migliaia 11.250 e Euro/migliaia 12.050" e che "Il corrispettivo dell'operazione fissato in Euro/migliaia 11.500 si colloca prudenzialmente su un valore intermedio".

Pertanto, l'*advisor* finanziario ha concluso che "il corrispettivo determinato per il conferimento del Ramo d'Azienda da INVESTIRE SGR S.P.A. a REDO S.P.A., fatto pari a 11,5 milioni di Euro, può ritenersi congruo".

## 5. Conclusioni

Alla luce di tutto quanto precede:

- (i) esaminata la documentazione e le informazioni rese disponibili dal *management* della Banca e di InvestIRE in merito all'operazione;
- (ii) considerato che l'operazione costituisce un'innovativa opportunità nell'ambito del *social housing* e consentirebbe alla stessa InvestIRE di presidiare con continuità i rapporti e le competenze maturate, preservando il valore sociale creato per i propri azionisti nel campo del *social housing*;

- (iii) esaminata la relazione di stima redatta in data 5 marzo 2019, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, secondo comma, lettera b), cod. civ., dal Prof. Riccardo Tiscini, esperto indipendente incaricato da InvestIRE;
- (iv) rilevato che il processo sinora seguito, anche con riferimento ai termini e alle condizioni sostanziali del Conferimento, ivi inclusa la valutazione del Ramo d'Azienda e la determinazione del valore del Conferimento, risulta corretto e conforme alle disposizioni normative e regolamentari applicabili;
- (v) dato atto di aver ricevuto nel contesto complessivo dell'operazione idonea informativa che ha consentito di svolgere le valutazioni di propria competenza e di aver ricevuto puntuale riscontro dal *management* della Banca e di InvestIRE in relazione alle informazioni richieste e alle osservazioni loro rivolte;
- (vi) avuto riguardo alle conclusioni raggiunte nel proprio parere di congruità dal Prof. Michele Galeotti, *advisor* finanziario indipendente del Comitato, in ordine alla congruità del valore di conferimento attribuito al Ramo d'Azienda, pari a Euro 11,5 milioni;

ai sensi dell'art. 7.5 del Regolamento Banca Finnat, il **Comitato esprime all'unanimità parere favorevole** sull'interesse della Banca all'esecuzione del Conferimento, nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo.

Le conclusioni favorevoli al Conferimento illustrate nel presente parere assumono che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del suo rilascio non subiscano modificazioni sostanziali da parte degli organi sociali competenti e da parte dell'Autorità di Vigilanza e che, dalle analisi condotte dagli organi sociali competenti e dai rispettivi *advisor* non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei a incidere sulle valutazioni a cui è stato chiamato il Comitato.

\* \* \* \* \*

Roma, 1° aprile 2019

**Per il Comitato Rischi**

Marco Tofanelli



**PARERE DI CONGRUITÀ**  
**in merito al corrispettivo dell'operazione di**  
**conferimento del Ramo d'azienda da**  
**INVESTIRE SGR Spa a REDO Spa**

*Prof. Michele Galeotti*

## SOMMARIO

1. OGGETTO DELL'INCARICO	Pag. 3
2. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	Pag. 4
3. LIMITAZIONI DELL'INCARICO	Pag. 4
4. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE	Pag. 5
5. IL CORRISPETTIVO DELL'OPERAZIONE: MODALITÀ DI DETERMINAZIONE	Pag. 8
6. LA CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO DELL'OPERAZIONE	Pag. 10
7. PARERE VALUTATIVO SUL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI CONFERIMENTO	Pag. 12
8. PARERE DI CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO DELL'OPERAZIONE	Pag. 16

## 1 - Oggetto dell'incarico

La BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A., (di seguito, anche "BANCA FINNAT", o, più semplicemente, la "Committente") ha conferito al sottoscritto Prof. Michele GALEOTTI (di seguito anche il "Perito" o lo "Scrivente"), Professore Ordinario di Economia aziendale presso l'Università di Roma "La Sapienza", Dottore Commercialista iscritto al n. AA\_012503 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma Sez. A, Revisore contabile, con studio in Roma, via delle Alpi n. 16 e in Massa, Via Pisa n. 65, l'incarico di redigere un parere di congruità (di seguito anche "Parere") in merito al corrispettivo di 11,5 milioni di Euro relativo al conferimento del Ramo d'Azienda (nel prosieguo, anche "Ramo") della INVESTIRE SGR S.p.A. (di seguito anche "INVESTIRE") nella REDO S.p.A. (di seguito, anche "REDO").

La BANCA FINNAT controlla INVESTIRE con una partecipazione del 50,2% ed esercita influenza notevole sulla REDO.

Tanto premesso, INVESTIRE e REDO si qualificano come parti correlate della Banca FINNAT, ai sensi della disciplina di cui all'art. 3 del Regolamento CONSOB n. 17221 e dell'art. 53 del Testo Unico Bancario.

In siffatto contesto, l'oggetto dell'incarico si sostanzia in un parere di congruità – disciplinato dall'art. 5 e dall'Allegato n. 4 del suddetto Regolamento emanato con Delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (aggiornato con le modifiche apportate dalla Delibera n. 19974 del 27 aprile 2017) – finalizzato ad esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sul valore economico del Ramo d'azienda determinato in funzione delle metodologie prescelte dal perito indipendente.

Più specificatamente, l'incarico dovrà indicare ed illustrare:

- a) le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari;
- b) i limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico (ad esempio, con riguardo all'accesso ad informazioni significative), le assunzioni utilizzate nonché le condizioni a cui il parere è subordinato;
- c) le eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica operazione;
- d) i metodi di valutazione adottati dagli esperti per esprimersi sulla congruità del corrispettivo;
- e) l'importanza relativa attribuita a ciascuno dei metodi di valutazione adottati ai fini sopra specificati;
- f) i valori scaturiti da ciascun metodo di valutazione adottato;
- g) ove sulla base dei metodi valutativi utilizzati sia individuato un intervallo di valori, i criteri con cui è stato stabilito il valore finale del corrispettivo;
- h) le fonti utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti oggetto di elaborazione;
- i) i principali parametri (o variabili) presi a riferimento per l'applicazione di ciascun metodo.

Ai fini del presente incarico il Sottoscritto dichiara che non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con:

- (i) Banca Finnat Euramerica S.p.A;
- (ii) i soggetti che controllano la Banca, e società controllate dall'emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima;
- (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii).

## 2 - Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione del presente Parere è stata utilizzata la seguente documentazione fornita da BANCA FINNAT:

- Report di INVESTIRE “Progetto nuova SGR-SICAF Lombardia. Lo strumento SICAF specializzato nel social housing”, novembre 2018;
- Report di INVESTIRE “REDO SGR composizione e valutazione del ramo d'azienda oggetto di conferimento”, dicembre 2018;
- Relazione di gestione del Fondo Immobiliare di Lombardia Comparto Uno, dicembre 2018;
- Relazione di gestione del Fondo Immobiliare di Lombardia Comparto Due, dicembre 2018;
- Business Plan 2019-2021 del ramo d'azienda “FIL” di INVESTIRE, relativo alla gestione dei fondi FIL1 e FIL2 in formato *Excel*;
- Business Plan del fondo FIL 2 del 28 febbraio 2018 in formato *Excel*;
- Business Plan del fondo FIL 1 del 18 luglio 2018 in formato *Excel*;
- Situazione patrimoniale del ramo d'azienda “FIL” al 31 dicembre 2018 (file *Excel* “Ramo d'Azienda DD”);
- File *Excel* “Allocazione per commessa Deleo”;
- Relazione di stima del valore economico del ramo d'azienda “FIL” di INVESTIRE SGR S.p.A. redatta dal Prof. Riccardo TISCINI alla data del 5 marzo 2019.

## 3 - Limitazioni dell'incarico

L'incarico è stato svolto tenendo conto dei limiti e delle assunzioni di seguito indicati:

- tutte le informazioni alla base del contenuto qualitativo e quantitativo del presente parere sono state fornite dalla Committente;
- non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sulla situazione patrimoniale e sulle singole poste delle attività e passività rientranti nel Ramo, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale esistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previsionale, ovvero legate a rischi di qualsiasi tipologia che non siano state portate a conoscenza del Perito;
- i dati e le previsioni economiche utilizzate nello sviluppo della perizia restano sotto l'esclusiva responsabilità del Management aziendale;
- la relazione è stata effettuata in ordine ai soli scenari futuri ragionevolmente ipotizzabili; non si tiene conto, perciò, di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (per esempio, variazioni della normativa fiscale o degli scenari politici);

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di eventuali gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata allo Scrivente;
- i dati contabili desunti dalla documentazione sopra elencata sono stati assunti sul fondamento del presupposto della veridicità e correttezza e senza svolgere, quindi, alcuna attività di riscontro circa l'esistenza fisica dei beni oggetto di patrimonio, né alcuna attività di riscontro sull'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo metodologico ai fini delle determinazioni economiche ottenute;
- le conclusioni alle quali il presente Parere perviene sono basate sul complesso delle informazioni disponibili nonché sulle valutazioni effettuate dal perito indipendente; tanto premesso, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere estrapolate, né utilizzate singolarmente;
- l'incarico è stato svolto anche sulla scorta dei PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE (nel prosieguo, anche PIV), pubblicati dall'ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE nel 2015, costituenti il riferimento dottrinale e metodologico dell'intera materia.

#### **4 - Descrizione dell'operazione**

L'operazione di conferimento in analisi si posiziona in un più ampio progetto di costituzione di una SICAF – Società di Investimento a Capitale Fisso – multi-comparto endogestita, promosso da FONDAZIONE CARIPLO e da INVESTIRE.

FONDAZIONE CARIPLO ha partecipato ad un'ampio dibattito sulle politiche abitative e sulla riclassificazione urbana promossa dal MIT (Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti), insieme alla Regione Lombardia, al Comune di Milano e al Gruppo Cassa Depositi e Prestiti, valutando positivamente la circostanza di dare vita ad una SICAF per l'*housing* sociale sul territorio lombardo, quale strumento per rafforzare la propria strategia di coinvolgimento con gli *stakeholder* interessati.

Su tali premesse, FONDAZIONE CARIPLO, socio di INVESTIRE, ha proposto a quest'ultima la possibilità di partecipare ad un progetto finalizzato alla creazione di un nuovo operatore finanziario mediante il conferimento di prodotti ed iniziative oggi facenti capo ad INVESTIRE stessa, con particolare attenzione a quelli attivi nella Regione Lombardia.

Attualmente INVESTIRE gestisce un patrimonio di circa 7 miliardi di Euro distribuito su n. 42 fondi immobiliari sia quotati, sia riservati ad Investitori istituzionali ed operatori professionali.

INVESTIRE ha avviato uno studio di fattibilità, in ragione dei possibili vantaggi derivanti dall'operazione, che:

- consentirebbe ad INVESTIRE di preservare il valore sociale consolidato con i propri azionisti nell'ambito del *social housing*;
- rappresenterebbe un'innovativa opportunità nel *social housing* in chiave strategica di capitale relazionale, in quanto consentirebbe alla SGR di rimarcare la stretta connessione sia con gli Enti del territorio lombardo (Comune e

Regione), sia con gli Investitori istituzionali promotori (CDP Investimenti e FONDAZIONE CARIPLO).

In buona sostanza, la proposta di FONDAZIONE CARIPLO si concretizza nell'istituzione di un soggetto finanziario con una *mission* dagli espliciti obiettivi di estrazione finanziaria e di ricaduta sociale.

Il soggetto finanziario in parola ipotizza i seguenti promotori:

- FONDAZIONE CARIPLO, nel ruolo di socio promotore attraverso la partecipazione alla costituzione del veicolo finanziario e l'acquisizione della partecipazione in esso nella misura del 40%;
- INVESTIRE, nel ruolo di socio promotore nella misura del 20%, attraverso il trasferimento della gestione dei due comparti del fondo FIL, FIL1 e FIL2, con il conferimento del ramo d'azienda a questi connesso (da qui in poi anche Ramo FIL);
- CDPI SGR per conto del fondo FIA e in qualità di quotista di maggioranza di FIL1 e di FIL2, favorendo la nascita del nuovo soggetto e mantenendo il proprio ruolo di investitore diretto di maggioranza (tra il 60% e l'80%) nei comparti di FIL;
- REGIONE LOMBARDIA, quale *stakeholder* locale a presidio dell'allineamento delle strategie di politica abitativa in chiave di *partnership* pubblico-privata.

Il nuovo soggetto è la REDO SGR una società di gestione del risparmio, costituita dai soci promotori FONDAZIONE CARIPLO e INVESTIRE.

L'Operazione, più nel dettaglio, è articolata nelle seguenti fasi:

- a. prima fase: costituzione di REDO, la quale a seguito dell'autorizzazione si renderà cessionaria di un Ramo di Azienda di INVESTIRE funzionale alla gestione del FIL1 e del FIL2, a cui verrà trasferita da INVESTIRE la gestione degli stessi FIL1 e FIL2. In questa fase, FONDAZIONE CARIPLO si farà contestualmente promotrice della costituzione di due SICAF eterogestite, (rispettivamente, la "REDO Uno SICAF" e la "REDO Due SICAF", e collettivamente le "SICAF Eterogestite"), con REDO quale gestore esterno, di tipo riservato, che presenterà agli Organi di Vigilanza le relative istanze di costituzione;
- b. seconda fase: fusione per incorporazione dei patrimoni del FIL1 e del FIL2 nelle due SICAF Eterogestite;
- c. eventuale terza fase: "fusione" delle due SICAF Eterogestite in un'unica SICAF a gestione interna (la "SICAF Autogestita"), alla quale verrà trasferito il complesso aziendale di REDO, al fine di dotare la SICAF Autogestita della necessaria struttura di gestione.

Nell'ambito della prima e seconda fase dell'Operazione, sono stati già effettuati i seguenti passaggi:

1. costituzione di REDO: FONDAZIONE CARIPLO ed INVESTIRE, il 17 dicembre 2018, hanno costituito REDO nella forma di società per azioni di diritto italiano, con un Capitale Sociale iniziale pari a Euro 500.000 (cinquecentomila), sottoscritto e interamente versato nella misura del 66,7% da FONDAZIONE CARIPLO e per il restante 33,3% da INVESTIRE, con l'emissione di n.



- 5.000.000 azioni; in tale sede, si è proceduto anche alla nomina dei relativi organi sociali;
2. approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di REDO, il 21 gennaio 2019, dell'istanza di autorizzazione per l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio della SGR;
  3. approvazione e presentazione da parte di FONDAZIONE CARIPLO – in qualità di socio fondatore e promotore - delle istanze di autorizzazione per la costituzione di due SICAF eterogestite, con capitale sociale di Euro 50.000 (cinquantamila), nelle quali confluiranno per fusione i comparti FIL 1 e FIL 2.

A seguito dell'autorizzazione ed all'inizio dell'operatività di REDO, si provvederà ad effettuare un aumento di capitale di REDO per un controvalore massimo di Euro 11.500.000,00 (incluso sovrapprezzo), che verrà sottoscritto da INVESTIRE mediante conferimento del Ramo di Azienda di pari valore, con contestuale trasferimento della gestione dei fondi FIL1 e FIL2.

La struttura operativa di REDO verrà costituita mediante il contestuale apporto del Ramo d'azienda che nella INVESTIRE è dedicato alla gestione del fondo FIL.

Il conferimento del Ramo d'azienda, quindi, è il perno iniziale dell'intero progetto; esso è costituito dalle linee di *business* di INVESTIRE funzionali alla gestione di FIL 1 e FIL2 e, dunque, il perimetro degli elementi patrimoniali del Ramo è definito da tutti i beni e i rapporti giuridici posti in essere per l'area di *business* della gestione dei fondi FIL1 e FIL2.

Il Ramo d'azienda oggetto di conferimento si compone, quindi, di:

- elementi dell'attivo e del passivo inerenti l'attività di impresa;
- i contratti di lavoro con il personale che sarà impiegato nella gestione dei fondi FIL1 e FIL2 in REDO;
- il valore dell'avviamento che sarà trasferito a REDO, compresa la capacità di sviluppare eventuali nuove iniziative.

Dalla situazione contabile fornita dalla Committente, risulta che il Ramo d'azienda oggetto di conferimento, al 31 dicembre 2018, è costituito dai seguenti elementi attivi e passivi:

<b>Elementi patrimoniali</b>	<b>Saldo al 31.12.2018</b>
Attrezzature	-
Macchine d'ufficio ed elettroniche	2.000,00
Cassa	52.401,30
Benefit casa (credito vs dipendente per quote da recuperare)	878,00
Risconto attivo per retention periodo maggio 2018 - maggio 2019	2.687,50
Altri crediti (rimborso utile )	52,70
<b>Totale attivo</b>	<b>58.019,50</b>
Trattamento di fine rapporto	58.019,50
Debiti vs dipendenti per ferie maturate e non godute, banca ore	75.831,86
<b>Totale passivo</b>	<b>133.851,36</b>

## 5 - Il corrispettivo dell'operazione: modalità di determinazione

Il Ramo d'azienda in conferimento è stato oggetto di valutazione da parte delle strutture interne di INVESTIRE<sup>1</sup> determinando un valore pari a 11,6 milioni di Euro. La valutazione è stata effettuata con il metodo dei multipli di mercato di società comparabili, utilizzando il multiplo EV/EBITDA, applicato all'EBITDA medio del Ramo d'azienda quantificato con riferimento agli esercizi 2018-2021.

Ai sensi dell'art. 2424-ter, comma 2, lettera b, cod. civ., è stato, nominato quale perito indipendente il Prof. Riccardo TISCINI, Ordinario di Economia Aziendale presso l'*Università Mercatorum* di Roma, il quale ha determinato il valore economico del Ramo d'azienda in parola in 11,6 milioni di Euro. Tale valore è stato quantificato con due distinte metodologie, rispettivamente: 1) il metodo finanziario *Discounted Cash Flow* (DCF) e; 2) il metodo dei multipli di mercato di società comparabili (EV/EBITDA).

Dalla documentazione fornita dalla Committente risulta che in sede di conferimento il corrispettivo dell'operazione sarà fissato in 11,5 milioni di Euro.

Più nello specifico, la valutazione da parte delle strutture interne di INVESTIRE, avvenuta a dicembre 2018, ha individuato gli elementi patrimoniali attivi e passivi oggetto di trasferimento, come dal prospetto che segue:

Elementi patrimoniali attivi da trasferire	Note
Attrezzature Macchine d'ufficio ed elettroniche Crediti vs FIL 1 e FIL 2	I crediti in oggetto, se e nella misura in cui saranno di competenza di InvestIRE (con riferimento alla data di efficacia del trasferimento del ramo d'azienda), non passeranno con il trasferimento del ramo ma resteranno in capo ad InvestIRE
Ratei e risconti attivi Avviamento	
Cassa	Farà parte del ramo d'azienda la cassa necessaria per adempiere agli obblighi di cui ai debiti sotto indicati con asterisco (*)

Elementi patrimoniali passivi da trasferire	Note
Trattamento di fine rapporto (*) Rateo tredicesima (*) Debiti vs dipendenti per ferie maturate e non godute, banca ore Debiti vs dipendenti per retribuzioni da liquidare	I debiti in oggetto, se e nella misura in cui saranno di competenza di InvestIRE (con riferimento alla data di efficacia del trasferimento del ramo d'azienda), non passeranno con il trasferimento del ramo ma resteranno in capo ad InvestIRE
Debiti vs enti previdenziali	
Altri debiti (es. benefit dipendenti)	

<sup>1</sup> Cfr. Documento REDO SGR - Composizione e valutazione del ramo d'azienda oggetto di conferimento, Milano dicembre 2018

Fanno parte del Ramo d'azienda gli attuali n. 17 dipendenti di INVESTIRE, a dicembre 2018 dedicati alla gestione dei fondi FIL1 e FIL2.

La valutazione è stata effettuata con il metodo dei multipli di mercato di società comparabili, utilizzando il multiplo EV/EBITDA, applicato all'EBITDA medio del Ramo d'azienda in argomento.

In particolare, l'EBITDA medio è stato desunto dai *Business Plan* (di seguito anche BP) dei singoli fondi FIL regolarmente approvati dal Consiglio di Amministrazione (BP di FIL1 approvato in data 18 luglio 2018 e BP di FIL2 approvato in data 28 febbraio 2018), nonché dal Piano Industriale di INVESTIRE, approvato in data 8 febbraio 2018. Per il calcolo dell'EBITDA medio è stato considerato un orizzonte temporale quadriennale, partendo dal 2018 e facendo previsioni per i 3 esercizi successivi (2019; 2020; 2021).

I ricavi dalle commissioni derivano dai dati estrapolati dai *Business Plan* dei fondi FIL1 e FIL2, ai quali è stata applicata una rettifica sulle *fee* in ottemperanza ad una logica prudenziale. Il costo del personale è stato determinato sulla base del piano industriale di INVESTIRE con un incremento negli esercizi successivi al 2018 in considerazione del previsto potenziamento del patrimonio immobiliare.

Il multiplo EV/EBITDA, infine, è stato assunto pari a 7,5, in linea con la precedente operazione di fusione avvenuta nell'anno 2014 tra INVESTIRE IMMOBILIARE, BENI STABILI GESTIONI e POLARIS REAL ESTATE, che ha dato vita a INVESTIRE SGR S.P.A.

Come detto il valore economico del Ramo determinato dalle strutture interne di INVESTIRE è stimato in 11,6 milioni di Euro.

Nella stima effettuata dal Perito indipendente nominato da INVESTIRE SGR SpA, Prof. Riccardo TISCINI, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b, Codice Civile, riferita alla data del 31 dicembre 2018, il valore economico del Ramo d'azienda viene anzitutto calcolato con il metodo del *Discounted Cash Flow*, mediante la somma tra:

- Il Valore attuale al costo medio ponderato del capitale (*WACC*) dei flussi di cassa attesi;
- il *Terminal Value*.

I flussi di cassa attesi sono stati desunti dal piano delle previsioni economiche del Ramo d'azienda per il triennio 2019-2021.

Il tasso di attualizzazione – corrispondente al costo medio ponderato del capitale (*WACC*) – è stato determinato dal Perito nel 10,55%, come di seguito illustrato:

- il tasso puro è stato calcolato in 2,54% sulla base del rendimento dei BTP decennali;
- il *premium risk* è stato stimato pari al 5,96%, già scontato nella componente "*r<sub>f</sub>*";
- il *beta* del settore di riferimento è fatto pari alla media dei *beta* di aziende attive in Europa nel settore "Gestori di Patrimonio" (classificazione Bloomberg), selezionando un campione di società comparabili operanti in *business* analoghi a

quelli di INVESTIRE. Il *beta* medio (*unlevered*) delle aziende incluse nel *panel* è pari a 0,74;

- la stima del costo del capitale di rischio è stata completata con un premio al rischio specifico (prevalentemente imputabile alla carenza di liquidità rispetto ai titoli azionari) del 3,58%;
- per la stima dei pesi del *WACC* il perito indipendente ha assunto la struttura finanziaria effettiva del Ramo d'Azienda, composta unicamente da Capitale proprio, avendo lo stesso una posizione finanziaria netta attiva. In assenza di correzione per la liquidità, che è trascurabile, il *WACC* è stato, quindi, fatto pari al "costo del capitale di rischio".

Il *Terminal Value* è stato calcolato secondo il modello della rendita perpetua, sulla base di un *Free Cash Flow* basato sul reddito del 2021 (ultimo anno di piano), un *WACC* pari al 10,55% e un tasso di crescita (*g*) dell'1,6%, coincidente con le aspettative inflattive a lungo termine per l'area Euro.

L'applicazione del metodo del *DCF* selezionato dal perito indipendente ha portato a una stima del valore economico del Ramo pari a 11,6 milioni di Euro.

La stima del valore economico del Ramo è stata poi effettuata anche con il metodo dei multipli di mercato applicato ad un campione di aziende operanti nel medesimo *business* coerentemente con la più diffusa prassi professionale ed il perito indipendente ha utilizzato il multiplo *EV/EBITDA*.

Per la scelta delle società *comparables* al Ramo d'azienda oggetto di conferimento, sono state selezionate aziende europee attive nel settore *Asset Management*; nello specifico all'interno del sub-settore "Gestori di Patrimonio", del *database* Bloomberg. Nell'ambito del sub-settore di riferimento, è stato ristretto il campione individuando un *panel* di comparabili composto solo da aziende con *business* effettivamente simili.

Con successivi affinamenti si è determinato il multiplo *EV/EBITDA* pari a 8,1.

Tale multiplo è stato applicato all'*EBITDA* medio risultante dal Piano del Ramo d'azienda nel periodo 2019-2021, pari ad Euro 1,8 milioni.

Sul valore così calcolato il Perito ha quindi applicato uno "sconto per illiquidità" pari al 20%.

Il valore di mercato del Ramo d'azienda FIL, applicando il multiplo prescelto, considerata la posizione finanziaria netta pari a Euro 0,1 milioni e tenendo conto dello "sconto per illiquidità", è risultato pari a Euro 11,6 milioni.

## 6 - La congruità del corrispettivo dell'operazione

Il presente parere di congruità trae origine giuridica nel Regolamento CONSOB recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla CONSOB con Delibera n.17221 del 12 marzo 2010 e successivamente aggiornato con le modifiche apportate dalla Delibera n.19974 del 27 aprile 2017).

La congruità trova necessario riferimento nella teoria del valore economico del capitale, nel caso di specie il significato di congruità, rispetto all'oggetto di valutazione, assume

l'ipotesi che la determinazione quantitativa sia effettuata con metodologia adeguata, nonché in linea con gli interessi e le opportunità degli *stakeholder* di riferimento.

Secondo quanto stabilito dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) i pareri di congruità possono essere di due tipi:

1. pareri di merito, o *fairness opinion*, ovvero parere di congruità finanziaria;
2. pareri di metodo, o di congruità funzionale.

In generale, i pareri di congruità comportano un giudizio su un risultato già comunicato all'esperto (anche all'esito del lavoro di un altro soggetto), generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio. Possono derivare da un rapporto o da un parere valutativo.

La caratteristica essenziale dei pareri di congruità è quella di comportare un giudizio in merito ad una determinazione già assunta o ipotizzata, in relazione alla quale il mandante desidera avere un conforto professionale indipendente. L'analisi, in questo caso, è svolta "a ritroso", mostrando generalmente che il risultato si colloca nella fascia dei possibili esiti ragionevoli del processo di stima.

Poiché la determinazione di valore è già configurata sulla base degli elementi che il mandante considera appropriati, nei pareri di congruità economica il giudizio richiesto all'esperto spesso si riferisce solo alla costruzione valutativa basata su quegli elementi. Tale giudizio comporta frequentemente la redazione di un parere valutativo.

La congruità può essere apprezzata sotto il profilo del merito economico del risultato annunciato oppure solo con riferimento al processo seguito per la sua determinazione. Ciò distingue i pareri di congruità finanziaria dai pareri di congruità funzionale (che non entrano nel merito economico delle stime).

Nei pareri di congruità funzionale il giudizio chiesto all'esperto non è di merito ma solo di metodo, poiché si riferisce alla qualità del processo valutativo svolto. Dovendo tale processo essere esaminato con riferimento ad ogni sua fase, le analisi necessarie devono avere la completezza – quanto meno sul piano metodologico – propria delle valutazioni. Molto frequenti sono le *fairness opinion* rilasciate a conforto di operazioni societarie, delle quali giudicano la congruità, come si usa dire "dal punto di vista finanziario". Sovente il mandante si limita a chiedere una costruzione valutativa, basata su elementi di *input* comunicati all'esperto e da questi meramente recepiti. Metodologicamente queste *fairness opinion* sono assimilabili a pareri valutativi. Sono, tuttavia, possibili anche i pareri di congruità basati su analisi tecnicamente assimilabili ad una valutazione.

Alla luce delle precedenti considerazioni, si può affermare che un parere di congruità finanziaria è un documento che esprime un giudizio in merito alla congruità dei termini economico-finanziari negoziati per il trasferimento di un'attività (azienda, ramo di azienda, azioni), tra due o più soggetti.

A differenza della valutazione e del parere di valutazione l'obiettivo della *fairness opinion* non è quello di assegnare un valore ad un'attività in relazione ad una determinata finalità, ma di esprimere un giudizio sulla congruità economico-finanziaria del suo prezzo di trasferimento (proposto o già pattuito tra le parti).

Le modalità con le quali il trasferimento dell'attività può essere realizzato sono molteplici, andando dalla mera compravendita ad operazioni complesse, interessanti una pluralità di società. Va notato che, in gran parte dei casi, la tipologia degli incarichi di valutazione conferiti dagli organi amministrativi delle società in vista di operazioni straordinarie ricade nella categoria di *fairness opinion*, proprio in quanto i relativi mandati prevedono l'espressione di un giudizio su termini economico-finanziari già determinati.

Le *fairness opinion* vengono spesso richieste dagli organi amministrativi delle società per sottoporli alle assemblee societarie deliberanti. Un motivo ricorrente della richiesta agli esperti di rendere pareri di congruità finanziaria è rappresentato, come in questo caso, da operazioni tra parti correlate.

La *fairness opinion* indica che il prezzo di trasferimento di una specifica attività è congruo nel mero contesto specifico di una determinata operazione in un dato momento. Pertanto, il prezzo sul quale verte il parere di congruità finanziaria (*fairness opinion*), non è da intendersi quale il miglior prezzo possibile per il trasferimento dell'attività, né quale espressione dell'unico prezzo alla medesima assegnabile o realizzabile nel contesto di un'altra operazione, ovvero in un altro momento.

I pareri di metodo, invece, esprimono un giudizio sulla congruità funzionale, ovvero solo inerentemente alla qualità del processo valutativo svolto. Essi si riferiscono non al merito di una decisione, bensì sulla qualità del processo svolto ai fini della sua formulazione. Essi richiedono perciò che tale processo sia svolto, dal punto di vista metodologico, con la completezza che caratterizza le valutazioni. Sono pareri di congruità funzionale i giudizi richiesti dalla legge, in occasione di particolari operazioni societarie (aumenti di capitale senza diritto d'opzione, fusione, recessi) ai sindaci, ai revisori o all'esperto ufficiale (nelle fusioni). Si tratta di pareri di congruità che non hanno natura valutativa.

Ai fini del presente parere di congruità si ritiene opportuno condurre, sotto forma di parere valutativo, anche un'autonoma stima del ramo d'azienda conferito.

Si ricorda al riguardo che – come indicato nei PIV pubblicati dall'OIV – si qualificano parere valutativo, oltre a 1) i pareri tecnici relativi a elementi specifici, strumentali per l'esecuzione di una stima; 2) le analisi corrispondenti ad alcuni aspetti o momenti del processo valutativo; anche 3) le stime comunque prive di completezza che le opinioni di valore devono avere.

Costituiscono esempi di parere valutativo di quest'ultimo gruppo, i pareri presentati per la tutela di interessi legittimi in sede negoziale o a scopo difensivo, oppure le *equity research* prodotte dagli analisti finanziari, per loro natura condizionate da limiti nella base informativa e nella possibilità di applicazione dell'analisi fondamentale

## **7 - Parere valutativo sul ramo d'azienda oggetto di conferimento**

Sulla base dei *Business Plan* dei singoli fondi FIL forniti dalla committente regolarmente approvati dal Consiglio di Amministrazione (BP di FIL1 approvato in data 18 luglio 2018 e BP di FIL2 approvato in data 28 febbraio 2018), nonché del Piano Industriale di INVESTIRE, approvato in data 8 febbraio 2018, è stato determinato

l'EBITDA del ramo d'azienda oggetto di conferimento per il periodo 2018 – 2021, come esposto nel seguente prospetto (valori in migliaia di Euro).  
Il prospetto indica anche il valore del NOPAT riferito ai medesimi periodi, determinato assumendo un *tax rate* del 30 % (comprensivo di IRES e IRAP).

Descrizione	2018	2019	2020	2021	medio
Commissioni attive	3.100	4.320	4.397	4.400	4.054
-FIL 1	2.920	4.107	4.176	4.191	3.848
-FIL 2	180	213	221	209	206
Commissioni passive	-	-	-	-	-
<b>Margine diretto</b>	<b>3.100</b>	<b>4.320</b>	<b>4.397</b>	<b>4.400</b>	<b>4.054</b>
Costi del personale	(1.762)	(1.879)	(2.234)	(2.293)	(2.042)
Costi diretti operativi	(151)	(157)	(165)	(173)	(161)
Costi di struttura	(302)	(300)	(303)	(305)	(303)
<b>Margine Netto della gestione (EBITDA)</b>	<b>885</b>	<b>1.984</b>	<b>1.695</b>	<b>1.629</b>	<b>1.548</b>
Imposte sul reddito	(266)	(595)	(509)	(489)	(464)
<b>NOPAT</b>	<b>619</b>	<b>1.389</b>	<b>1.186</b>	<b>1.140</b>	<b>1.084</b>

Assumendo tali valori si procede alla valutazione economica del ramo d'azienda in conferimento con due distinti metodi di valutazione:

- il metodo dei multipli applicato all'EBITDA;
- il metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al NOPAT.

a) il metodo dei multipli applicato all'EBITDA:

Nella stima del valore economico di società che esercitano l'attività di gestione del risparmio (SGR) è diffusa la prassi di ricorrere ai multipli medi di mercato, utilizzando quale base di calcolo l'EBITDA.

Il multiplo di mercato normalmente adottato è quindi il rapporto EV/EBITDA.

Detto rapporto (EV/EBITDA) assume nella prassi operativa delle aziende e nelle quotazioni del mercato finanziario valori compresi tra 7,5 e 8,1.<sup>2</sup>

Dal prospetto sopra riportato risulta che il ramo d'azienda presenta un valore di EBITDA medio storico/prospettico per il periodo 2018 – 2021 di Euro/migliaia 1.548.

Applicando a questo valore medio il moltiplicatore EV/EBITDA nei suoi importi minimo (7,5) e massimo (8,1), risulta che il valore di mercato del ramo d'azienda oggetto di conferimento è compreso tra Euro/migliaia 11.610 (arrotondato a 11.600) e Euro/migliaia 12.538 (arrotondato a 12.500), con un valore medio di Euro/migliaia 12.074 che si arrotonda a **Euro/migliaia 12.050**.

b) il metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al NOPAT.

Tenuto conto che le proiezioni reddituali -come prospettate nella tabella sopra- risultano relativamente stabili nel tempo e ben fondate nella loro consistenza, risulta possibile stimare efficacemente il valore economico del ramo d'azienda in conferimento anche con il metodo reddituale.

In particolare, considerata il peso economico estremamente ridotto assunto nella fattispecie dalla componente patrimoniale, si ritiene opportuno procedere utilizzando la versione del metodo reddituale *asset side* capitalizzando il NOPAT medio prospettico secondo la formula:

<sup>2</sup> Cfr. Comparables richiamati in Valutazione Interna e nella stima del Perito Indipendente, nonché quanto indicato al successivo Cap.8 punto a).

$$EV = (NOPAT / Cc) - PFN$$

L'utilizzo in questa sede del metodo reddituale rispetto a quello finanziario del DCF si giustifica ulteriormente a causa della sostanziale coincidenza, nel caso qui in esame, tra la dinamica reddituale e quella monetaria, che rende il reddito molto vicino al flusso di cassa netto.

Il metodo reddituale nell'approccio *asset side* si basa sul Reddito configurato come Reddito operativo disponibile al netto delle imposte o NOPAT.

Secondo questa impostazione dal valore di capitalizzazione occorre sottrarre l'indebitamento finanziario misurato dalla Posizione Finanziaria Netta (PFN) esistente alla data di riferimento della stima.

Da segnalare che la Posizione finanziaria netta (PFN) è nel caso specifico sostanzialmente pari a zero.

Il NOPAT da assumere nella stima si determina a partire dai risultati storici e prospettici dell'azienda

Sulla base di quanto esposto nella Tabella sopra, il NOPAT medio storico/prospettico da assumere nella stima può determinarsi in Euro/migliaia 1.084.

Il tasso di capitalizzazione (Cc) esprime il costo del capitale proprio, ovvero il rendimento normale offerto da investimenti a titolo di capitale di proprietà in aziende caratterizzate dal medesimo profilo di rischio, rispetto all'azienda oggetto di valutazione. Chi investe capitali in azienda rinuncia alla possibilità di destinare quei capitali ad altre forme di investimento che, appunto, potrebbero offrire tale remunerazione.

La formula generale che, di norma, viene applicata per stimare il tasso di remunerazione normale del capitale proprio è la seguente:

$$K_e = R_f + S$$

Dove:

- $R_f$  rappresenta il tasso di rendimento delle attività prive di rischio, o tasso *risk-free* o *risk-free rate*;
- $S$  rappresenta il premio per il rischio.

Il tasso *risk-free*, uguale per ogni forma di investimento, può essere stimato con riferimento al rendimento dei titoli di Stato.

Vero è però che l'investitore che destina i suoi capitali all'attività d'impresa chiede una remunerazione anche per il rischio che corre. Per tale ragione, si deve aggiungere un premio per il rischio, che varia in funzione della rischiosità specifica dell'azienda. Normalmente, per stimare questo tasso di interesse (costo normale del capitale proprio) si possono applicare varie metodologie, tra le più diffuse vi è quella del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Si tratta di un modello rischio-rendimento che, stima il rischio in termini di variabilità dei risultati aziendali rispetto a quelli del mercato azionario. La formula del CAPM è:

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

Dove:



$R_f$  = tasso di rendimento delle attività prive di rischio (o *risk free rate*).

$R_m$  = tasso di rendimento medio del mercato azionario.

$(R_m - R_f)$  = premio per il rischio generale di mercato, o *Market Risk Premium*. Questo premio viene riconosciuto agli investitori che destinano i loro capitali nel mercato azionario anziché a investimenti privi di rischio

$\beta$  = coefficiente di volatilità o di rischiosità sistematica dell'azienda, che misura il rischio specifico dell'azienda in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale di mercato.

Il costo del capitale di proprietà è determinato come somma di due addendi. Il primo addendo è il *risk-free rate* e il secondo è il premio per il rischio, che si ottiene moltiplicando il  $\beta$  per il "premio per il rischio generale di mercato". Il  $\beta$  può assumere valori diversi:

- $\beta > 1$ , il rischio aziendale è superiore a quello del portafoglio di mercato. A fronte di una variazione del portafoglio di mercato si avrà una variazione maggiore nei rendimenti dell'azienda oggetto di stima;
- $\beta = 1$ , il rischio aziendale è allineato a quello del portafoglio di mercato;
- $\beta < 1$ , il rischio aziendale è inferiore a quello del portafoglio di mercato. A fronte di una certa variazione dei rendimenti registrata sul mercato, si avrà una variazione più contenuta a livello aziendale.

In considerazione al fatto che il valore delle royalty è calcolato sul fatturato, si ritiene opportuno scontare i flussi al WACC - *Weighted Average Cost of Capital*.

Tenuto conto della finalità della presente valutazione e posto che è stata assunta una struttura finanziaria priva del debito, il WACC sarà pari al costo dell'equity, come riportato nella Tabella seguente:

#### DETERMINAZIONE DEL WACC

Parametri	Valori	Descrizione
$E/(E+D)$	100,00	
$D/(E+D)$	0,00	
$b_u$	0,67	Coefficiente beta di rischio sistematico <i>unlevered</i> (Fonte: Damodaran gennaio 2019 settore "Investments & Asset Management")
$b_l$	0,67	
$r_p$	5,89%	Equity Risk Premium netto $r_f$ gennaio 2019 per Italia (Fonte: Damodaran)
$r_f$	2,70%	Rendimento titoli free risk. Rend. netto BTP asta 28/12/2018
ARP	3,00%	
$k_e$	9,62%	Costo del Capitale Proprio
$k_e + ARP$	9,62%	Costo Medio Ponderato del Capitale

Il calcolo del WACC pari a 9,62 % si basa sulle seguenti ipotesi:

- peso dell'*Equity* sul totale delle risorse finanziarie pari al 100,0%;
- coefficiente di rischio sistematico *unlevered* pari a 0,67, in linea le stime Damodaran (gennaio 2019) per il settore di appartenenza (Investment & Asset Management);
- *Country Equity Risk Premium* (al netto del tasso Risk Free) stimato pari al 5,89%, in linea con le stime Damodaran per l'Italia (gennaio 2019);
- *Risk Free Rate* stimato pari al 2,70%, pari al rendimento netto del BTP a 10 anni asta del 28 dicembre 2018;

- *Adjusted Risk Premium* pari al 3,00%, in considerazione della dimensione della società e della illiquidità delle azioni<sup>3</sup>.

Capitalizzando il NOPAT medio storico/prospettico, pari a Euro/migliaia 1.084 al tasso del 9,62% si determina il valore economico del ramo d'azienda in Euro/migliaia 11.268 che si arrotonda a Euro/migliaia **11.250**.

L'utilizzo dei due distinti metodi di valutazione (metodo dei multipli e metodo reddituale) ha consentito di individuare un **intervallo di valori**, compreso tra un minimo di **Euro/migliaia 11.250** ed un massimo di **Euro/migliaia 12.050**, entro cui stimare il valore economico del ramo azienda oggetto di conferimento.

## 8 - Parere di congruità del corrispettivo dell'operazione

Il presente parere di congruità trae origine giuridica nel Regolamento CONSOB recante Alla luce di quanto evidenziato, lo Scrivente ritiene che la valutazione di congruità di merito richieda l'analisi dei seguenti aspetti:

- a) le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari;
- b) i limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico, le assunzioni utilizzate e le condizioni a cui il parere è subordinato;
- c) le eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica operazione;
- d) i metodi di valutazione adottati dagli esperti per esprimersi sulla congruità del corrispettivo;
- e) l'importanza relativa attribuita a ciascuno dei metodi di valutazione adottati ai fini sopra specificati;
- f) i valori scaturiti da ciascun metodo di valutazione adottato;
- g) criteri con cui è stato stabilito il valore finale del corrispettivo, ove sulla base dei metodi valutativi utilizzati sia individuato un intervallo di valori;
- h) le fonti utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti oggetto di elaborazione;
- i) i principali parametri (o variabili) presi a riferimento per l'applicazione di ciascun metodo.

### **a) le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari**

Il corrispettivo dell'operazione di conferimento del ramo aziendale, pari ad Euro/migliaia 11.500, è stato determinato sulla base della valutazione operata da parte delle strutture interne di INVESTIRE con il metodo dei multipli di mercato di società comparabili, utilizzando il multiplo EV/EBITDA, applicato all'EBITDA.

Detto corrispettivo ha trovato conferma nella stima effettuata dal Perito indipendente nominato da INVESTIRE SGR SpA, Prof. Riccardo TISCINI, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b, Codice Civile.

---

<sup>3</sup> Per le società che hanno una capitalizzazione inferiore a 80 milioni di Euro, è prassi incrementare il costo dell'*equity* con una maggiorazione *ARP* – *Adjusted Risk Premium* che raggiunge i 200-300 *basis point* (cfr L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA 2005).

Il Sottoscritto ha operato sotto forma di parere valutativo un'autonoma stima del ramo d'azienda individuando un intervallo di valori.

Il corrispettivo in questione si colloca all'interno di questo intervallo di valori ponendosi in una posizione intermedia.

Per quanto riguarda i riferimenti di mercato per operazioni simili, occorre preliminarmente evidenziare che negli ultimi anni si è registrato un numero limitato di transazioni simili a quella qui in esame e che nella maggior parte dei casi sono rimasti riservati i valori essenziali di riferimento come evidenziato nella tabella seguente:

Data	Società	Acquirente	% d'acquisto
mar-17	Orizzonte	HAT Sicaf	70%
mag-16	Clessidra	Italmobiliare	99%
giu-15	Alba Private Equity	LEM	80%
apr-15	Mid Industry Capital	VEI Capital	83%
feb-15	Principia SGR	Humphrey Julian Nokes	35%
gen-14	Intermonte BCC PE	Assietta Private Equity	n.a.
nov-13	Value Italy SGR	Coller Capital Limited	n.a.
mag-13	Centrobanca Sviluppo Impresa	Idea Capital Funds	n.a.
dic-12	Fondamenta SGR	Genesi	n.a.
set-12	Simest	Cassa Depositi e Prestiti	76%
lug-12	HAT sicaf	Fondo Italiano di investimento	n.a.
lug-12	Sofipa	Bain Curcio e Associati	n.a.
dic-10	Management & Capitali	Carlo de Benedetti	72%

Il corrispettivo di Euro/migliaia 11,500 è comunque da ritenersi congruo rispetto ai valori di mercato riferiti ai parametri utilizzati nella stima.

In particolare, la congruità del valore viene espressa anche rispetto a quattro distinte transazioni aventi ad oggetto Società di Gestione del Risparmio (tra cui quella interna relativa alla fusione effettuata nel 2014) - che il sottoscritto non menziona espressamente per ragione di riservatezza, ma che potranno essere indicate se necessario - nelle quali è stato possibile accertare l'utilizzo di un moltiplicatore EV/EBITDA compreso tra 7,5 e il 8,1 che dà piena conferma al multiplo utilizzato per determinare il corrispettivo della presente operazione.

**b) i limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico, le assunzioni utilizzate e condizioni a cui il parere è subordinato**

Lo Scrivente non ha riscontrato rilevanti limiti nell'espletamento dell'incarico. Il presente parere, altresì, non è subordinato al verificarsi di specifiche condizioni e riflette le assunzioni sottostanti i piani utilizzati dall'estimatore.

**c) le eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica operazione**  
Non sono state segnalate criticità in relazione alla specifica operazione di conferimento in analisi.

**d) i metodi di valutazione adottati dagli esperti per esprimersi sulla congruità del corrispettivo**

Il metodi di valutazione adottati dagli Esperti per esprimersi sulla congruità del corrispettivo sono:

- il metodo del *Discounted Cash Flow* (valutazione effettuato dal Perito indipendente);
- il metodo del multiplo *EV/EBITDA* applicato sull'*EBITDA* medio del Ramo d'azienda nel periodo 2018-2021 (valutazioni distintamente effettuate dalla struttura interna aziendale, dal Perito indipendente).

Inoltre, il Sottoscritto ha operato la propria stima sotto forma di parere valutativo adottando i seguenti metodi di valutazione:

- il metodo del multiplo *EV/EBITDA* applicato sull'*EBITDA* medio del Ramo d'azienda nel periodo 2018-2021;
- il metodo reddituale nella versione *asset side* applicato al NOPAT.

**e) l'importanza relativa attribuita a ciascuno dei metodi di valutazione adottati ai fini sopra specificati**

L'applicazione dei diversi metodi conduce a risultati economici convergenti e compresi in un intervallo di valori piuttosto ristretto.

Sul piano scientifico e nella prassi operativa i metodi in questione sono pienamente razionali ed affidabili.

In considerazione di quanto evidenziato, lo Scrivente attribuisce la medesima importanza alle metodologie adottate e richiamate nel punto di cui sopra.

**f) i valori scaturiti da ciascun metodo di valutazione adottato**

Di seguito, si riporta la tabella di riepilogo con le stime di valore determinate dalla struttura interna aziendale e dal Perito Indipendente:

Metodo Discounted cash flow (Perito indipendente)	11.600
Metodo dei multipli (Perito indipendente)	11.600
Metodo dei multipli (Struttura interna aziendale)	11.600

Nella tabella che segue è riportato l'intervallo dei valori così come determinato dal Sottoscritto:

Metodo dei multipli	12.050
Metodo reddituale	11.250

**g) criteri con cui è stato stabilito il valore finale del corrispettivo, ove sulla base dei metodi valutativi utilizzati sia individuato un intervallo di valori**

I metodi valutativi utilizzati individuano un intervallo di valori compreso tra Euro/migliaia 11.250 e Euro/migliaia 12.050.

Il corrispettivo dell'operazione fissato in Euro/migliaia 11.500 si colloca prudenzialmente su un valore intermedio.

**h) le fonti utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti oggetto di elaborazione**

Di seguito, il dettaglio delle fonti utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti nei due metodi valutativi alla base del giudizio di congruità:

1. Metodo del *Discounted Cash Flow*

1.1. Flussi di cassa prospettici (Fonte: *Business Plan* Ramo d'Azienda 2019-2021);

1.2. Tasso *Wacc*:

- Tasso *free risk*, rendimenti BTP decennali (Fonte: ([http://www.dt.tesoro.it/expert/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/dati\\_statistici/Principali\\_tassi\\_di\\_interesse\\_2018.pdf](http://www.dt.tesoro.it/expert/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_2018.pdf));

- Tasso *premium risk* (fonte: Damodaran e Bloomberg);

- *Terminal Value* (fonte: *Business Plan* Ramo d'Azienda 2019-2021);

- Tasso di crescita *g* (fonte: Bollettino Economico Banca Centrale Europea, gennaio 2019).

2. Metodo dei Multipli

2.1. *Comparables* (fonte Bloomberg)

2.2. Multiplo *EV/EBITDA* (fonte Bloomberg e transazioni di mercato).

3. Metodo del Reddittuale

1.1. Flussi reddituali storico - prospettici (Fonte: *Business Plan* Ramo d'Azienda 2019-2021);

1.2. Tasso *Wacc*:

- Tasso *free risk*, rendimenti BTP decennali (Fonte: ([http://www.dt.tesoro.it/expert/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/dati\\_statistici/Principali\\_tassi\\_di\\_interesse\\_2018.pdf](http://www.dt.tesoro.it/expert/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_2018.pdf));

- Tasso *premium risk* (fonte: Damodaran).

**i) i principali parametri (o variabili) presi a riferimento per l'applicazione di ciascun metodo**

Di seguito, il dettaglio dei parametri e delle variabili utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti nei due metodi valutativi alla base del giudizio di congruità:

1. Metodo *Discounted Cash Flow*

Il metodo del *DCF* ha preso a riferimento i seguenti parametri:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi desunti del piano, attualizzati per il costo medio ponderato del capitale (*WACC*);

- il *Terminal Value*, calcolato sulla base dell'attualizzazione al *WACC* del flusso di cassa operativo stabilmente producibile in uno scenario "a regime" dopo l'ultimo anno di piano.

2. Metodo dei Multipli

Il metodo dei Multipli ha preso a riferimento i seguenti parametri:

- un *panel* di aziende comparabili composto da società con *business* coincidente a quello del Ramo d'azienda;
  - i multipli *EV/EBTDA* per ogni azienda del campione costruito;
3. Metodo Reddituale  
Il metodo Reddituale ha preso a riferimento la capitalizzazione dei flussi reddituali desunti del piano, attualizzati per il costo medio ponderato del capitale (*WACC*).

**Alla luce di tutte le considerazioni effettuate, lo Scrivente conclude che il corrispettivo determinato per il conferimento del Ramo d'Azienda da INVESTIRE SGR S.P.A. a REDO S.P.A., fatto pari a 11,5 milioni di Euro, può ritenersi congruo.**

Con il presente Parere, lo Scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito.

Nel ringraziare per la fiducia accordata, il sottoscritto resta a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento.

*Roma, 31 marzo 2019*

Prof. Michele Galeotti

