



**PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE  
di CIR S.p.A. - Compagnie Industriali Riunite  
in COFIDE - Gruppo De Benedetti S.p.A.**

Relazione della società di revisione  
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi  
dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

## Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di  
COFIDE - Gruppo De Benedetti S.p.A.  
CIR S.p.A. - Compagnie Industriali Riunite

### 1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (la "**Fusione**") di CIR S.p.A. - Compagnie Industriali Riunite ("**CIR**" o l'"**Incorporanda**") in COFIDE - Gruppo De Benedetti S.p.A. ("**COFIDE**" o l'"**Incorporante**" e, congiuntamente con CIR, le "**Società Partecipanti**" o le "**Società**"), in data 21 marzo 2019 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta presentata dalle Società Partecipanti in data 18 marzo 2019, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "**Relazione**") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni dell'Incorporante con le azioni dell'Incorporanda (il "**Rapporto di Cambio**"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da COFIDE e da CIR il progetto di fusione per incorporazione di CIR in COFIDE (il "**Progetto di Fusione**") approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti in data 11 marzo 2019, corredato da apposite relazioni degli Amministratori, approvate il 10 giugno 2019, che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio (le "**Relazioni degli Amministratori**"), nonché i bilanci di COFIDE e CIR al 31 dicembre 2018, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione l'11 marzo 2019 e dalle rispettive Assemblee ordinarie in data 29 aprile 2019, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di COFIDE e di CIR (le "**Assemblee Straordinarie**"), che sono state convocate per il giorno 19 luglio 2019.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dai Consigli di Amministrazione per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dai Consigli di Amministrazione delle Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione delle Società Partecipanti. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti e dai consulenti da essi incaricati.

Al fine della predisposizione delle valutazioni volte alla determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione di COFIDE e CIR si sono avvalsi della consulenza, rispettivamente, di Société Générale - Milan Branch e Natixis S.A. - Milan Branch (congiuntamente, "**Société Générale e Natixis**") e di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**", ed insieme a Société Générale e Natixis, gli "**Advisor Finanziari**"), ciascuno dei quali ha rilasciato in data 11 marzo 2019 un *report* sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle due società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

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

## 2. Sintesi dell'operazione

In data 11 marzo 2019 i Consigli di Amministrazione delle Società, previo parere favorevole rilasciato dai rispettivi Comitati per le operazioni con parti correlate, hanno approvato il Progetto di Fusione.

In pari data, COFIDE e CIR hanno sottoscritto un accordo di fusione (l'“**Accordo di Fusione**”) che regola e disciplina, tra le altre cose, le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della Fusione, la gestione interinale delle Società Partecipanti pendente detta procedura e la *corporate governance* della società risultante dalla Fusione.

Come meglio precisato nelle Relazioni degli Amministratori, COFIDE detiene il 45,8% di CIR (56,7% escludendo le azioni proprie possedute da CIR) e la suddetta partecipazione costituisce, al 31 dicembre 2018, la quasi totalità dell'attivo di COFIDE. I restanti impieghi al 31 dicembre 2018 sono costituiti da investimenti in fondi, partecipazioni non strategiche e beni immobiliari.

CIR è la *holding* a capo di uno dei principali gruppi industriali italiani attivo principalmente in tre settori: sanità (con KOS S.p.A., di seguito “**KOS**”), componentistica per autoveicoli (con Sogefi S.p.A., di seguito “**Sogefi**”) e media (con GEDI Gruppo Editoriale S.p.A., di seguito “**GEDI**”). CIR detiene inoltre un portafoglio di investimenti in settori “*non-core*” attraverso le controllate CIR International S.A. (partecipazioni minoritarie dirette, investimenti in fondi di *private equity*, *hedge funds* e, in misura residuale, *non performing loans*) e CIR Investimenti S.p.A. (settore obbligazionario).

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori, con la realizzazione della Fusione, le Società Partecipanti perseguono i seguenti obiettivi:

- ▶ semplificare la struttura societaria e di *governance* del gruppo, attraverso la concentrazione del ruolo di *holding* in un'unica società, accorciando altresì la catena di controllo rispetto alle società operative e ponendosi in linea con le migliori pratiche nazionali ed internazionali, nonché con le aspettative del mercato e delle autorità di regolazione (l'attuale struttura societaria rappresenta oggi un *unicum* sul mercato italiano di struttura di controllo a cascata con la presenza di due *holding* quotate con partecipazioni in *asset* quotati);
- ▶ creare una società con una dimensione del flottante superiore sia in termini percentuali che in valore assoluto, con la conseguente maggiore facilità di negoziazione delle azioni e appetibilità delle stesse per gli investitori; in particolare il flottante della società risultante dalla Fusione, sarebbe pari a circa il 41,6% del capitale sociale a fronte dell'attuale circa 20,0% di CIR;
- ▶ eliminare duplicazioni di spese legate al mantenimento di due società *holding* quotate.

L'Assemblea Straordinaria di COFIDE del 29 aprile 2019 ha approvato una modifica statutaria (la “**Modifica Statutaria**”) che prevede l'estensione da ventiquattro a quarantotto mesi del periodo di possesso continuativo delle azioni necessario per conseguire il beneficio della maggiorazione del diritto di voto (c.d. *vesting period*). Il perfezionamento della Modifica Statutaria è stato subordinato alla condizione, rinunciabile da COFIDE, per cui il complessivo valore di liquidazione, ai sensi dell'art. 2437 *ter* del codice civile, delle azioni per le quali fosse eventualmente esercitato il diritto di recesso da parte degli azionisti di COFIDE non eccedesse Euro 5 milioni. Poiché il diritto di recesso è stato validamente esercitato per complessive n. 2.215 azioni, pari allo 0,0003% del capitale sociale di

COFIDE, per un controvalore complessivo di Euro 1.039,06, e quindi per un valore inferiore alla predetta soglia di Euro 5 milioni, la condizione sospensiva risulta essersi avverata. Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori, la Modifica Statutaria sarà efficace a far data dal trentesimo giorno successivo alla data di perfezionamento della Fusione o, se anteriore, dal 1° giugno 2020.

Sebbene la Fusione rientri nell'ambito di applicazione dell'esenzione contenuta nell'art. 14 del Regolamento Parti Correlate e nell'art. 4.3 della "Disciplina delle operazioni con parti correlate" adottata dalla Incorporante il 28 ottobre 2010, come successivamente modificata (la "**Procedura**"), in quanto l'operazione è realizzata con una società controllata in cui non sussistono interessi significativi di altre parti correlate, in data 11 febbraio 2019 il Consiglio di Amministrazione di COFIDE ha inteso comunque applicare alla Fusione, su base volontaria, le regole previste dalla Procedura in tema di operazioni con parti correlate "*di maggiore rilevanza*". In attuazione di quanto previsto dalla Procedura, il Comitato per le operazioni con parti correlate di COFIDE ha individuato come proprio *advisor* indipendente il Prof. Pietro Mazzola, *of counsel* della società di consulenza Partners S.p.A.. I membri del Comitato hanno partecipato alle riunioni del Consiglio di Amministrazione di COFIDE convocate per l'esame e la discussione della Fusione e hanno ricevuto dal *management* un costante flusso informativo sull'operazione. In data 11 marzo 2019 il Comitato per le operazioni con parti correlate di COFIDE ha espresso il proprio parere favorevole sull'interesse della Incorporante alla realizzazione della Fusione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della Fusione. Una più analitica e diffusa descrizione della procedura seguita al riguardo da COFIDE è contenuta nel documento informativo redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate e pubblicato in data 18 marzo 2019.

In considerazione del fatto che CIR è parte correlata di COFIDE in quanto dalla stessa controllata, il Consiglio di Amministrazione di CIR ha applicato la Procedura per operazioni con parti correlate "*di maggiore rilevanza*". In conformità con quanto previsto dalla Procedura, il Comitato per le operazioni con parti correlate di CIR ha individuato quale proprio *advisor* indipendente il Prof. Giovanni Petrella e questi ha partecipato ai Consigli di Amministrazione di CIR convocati per l'esame e la discussione della Fusione, ricevendo al riguardo un costante flusso informativo. In data 11 marzo 2019 il Comitato per le operazioni con parti correlate di CIR ha espresso, all'unanimità, parere vincolante favorevole sull'interesse di CIR alla realizzazione della Fusione nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale dell'operazione medesima. Per ogni approfondimento in proposito gli Amministratori di CIR rimandano al documento informativo redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate e pubblicato in data 18 marzo 2019.

Gli Amministratori evidenziano che il Progetto di Fusione prevede che il perfezionamento dell'operazione di Fusione sia subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee Straordinarie delle Società Partecipanti, al verificarsi ovvero, ove consentito, alla rinuncia, delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**"):

- (i) il compiuto esperimento e conclusione della procedura di informazione e consultazione sindacale di cui all'art. 47 della L. 29 dicembre 1990, n. 428, come nel tempo modificato;
- (ii) la mancata ricezione, entro la data di efficacia della Fusione, di comunicazioni della Presidenza del Consiglio dei Ministri inerenti l'esercizio di veti e/o rilievi e/o l'apposizione di condizioni in merito alla Fusione, ai sensi del D. L. n. 21 del 15 marzo 2012, convertito con la Legge n. 56 dell'11 maggio 2012, recante "Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni" e delle relative disposizioni attuative;
- (iii) il rilascio del provvedimento di Borsa Italiana S.p.A. di ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario delle azioni ordinarie della Incorporante emesse a servizio della Fusione;

- (iv) ove richiesto dalla normativa *pro tempore* vigente, il rilascio del giudizio di equivalenza da parte della Commissione Nazionale per la Società e la Borsa ai sensi dell'art. 57, comma 1, lett. d), del Regolamento approvato con delibera Consob n. 11971/99 in relazione al documento informativo che sarà predisposto dalle Società Partecipanti ai sensi dell'art. 57 del Regolamento Emittenti;
- (v) il mancato verificarsi, entro la data di efficacia della Fusione, di uno o più eventi o circostanze che producano un effetto negativo sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività e/o sui risultati gestionali delle Società Partecipanti rilevante e comunque tale da alterare il profilo di rischio o le valutazioni poste a base della determinazione del Rapporto di Cambio;
- (vi) il rilascio del consenso alla Fusione, ai sensi dei contratti di finanziamento in essere, da parte delle banche finanziatrici delle Società Partecipanti e delle rispettive società controllate.

Con riferimento alla condizione *sub (i)*, le Relazioni degli Amministratori evidenziano che le Società Partecipanti procederanno ad effettuare le comunicazioni alle rispettive associazioni sindacali di categoria nei modi e nei tempi previsti dall'art. 47 della legge 428/90.

Con riferimento alla condizione *sub (ii)*, le Relazioni degli Amministratori sottolineano che alla data delle stesse, essa risulta avverata.

Con riferimento alla condizione *sub (vi)*, le Relazioni degli Amministratori indicano che essa può ritenersi avverata alla data delle stesse in quanto le Società Partecipanti e le società da queste controllate hanno ottenuto il consenso scritto da parte delle banche finanziatrici ai sensi di tutti i contratti di finanziamento in essere con la sola eccezione di una linea di credito in essere in favore di COFIDE che allo stato risulta non utilizzata; a tale riguardo, ove non fosse ottenuto il consenso alla Fusione da parte della banca che ha concesso la predetta linea di credito, COFIDE intende estinguere anticipatamente tale linea di credito con conseguente avveramento della condizione sospensiva.

Le Relazioni degli Amministratori indicano che le Società comunicheranno al mercato le informazioni rilevanti in merito al soddisfacimento, al mancato avveramento ovvero, ove consentito, alla rinuncia delle condizioni sospensive che non risultano ancora avverate, in conformità alle disposizioni legislative e regolamentari applicabili.

### 3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da COFIDE e CIR i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti che verranno presentati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

▶ **n. 2,01 azioni ordinarie di COFIDE da nominali Euro 0,50 per ogni azione ordinaria di CIR.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti avvalendosi anche delle indicazioni risultanti dai *report* degli *Advisor* Finanziari, di cui ai successivi punti b) e c). Le Relazioni degli Amministratori espongono i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) il *report* denominato "Project Gimondi II - Presentation to the Board of Directors" datato 11 marzo 2019 emesso da Société Générale e Natixis a favore di COFIDE;

- c) il *report* denominato “Rapporto Mediobanca” datato 11 marzo 2019 emesso da Mediobanca a favore di CIR;
- d) l’Accordo di Fusione sottoscritto in data 11 marzo 2019 da COFIDE e CIR, che regola e disciplina, tra le altre cose, le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della Fusione, la gestione interinale delle Società Partecipanti pendente detta procedura e la *corporate governance* della società risultante dalla Fusione;
- e) il bilancio di esercizio di COFIDE e il bilancio consolidato del Gruppo COFIDE al 31 dicembre 2018 predisposti in conformità agli *International Financial Reporting Standards* adottati dall’Unione Europea (“IFRS”) e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 5 aprile 2019;
- f) il bilancio di esercizio di CIR e il bilancio consolidato del Gruppo CIR al 31 dicembre 2018 predisposti in conformità agli IFRS e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 5 aprile 2019;
- g) il bilancio di esercizio di KOS e il bilancio consolidato del Gruppo KOS al 31 dicembre 2018 predisposti in conformità agli IFRS e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 29 marzo 2019;
- h) dettagli relativi ai costi di *holding* di CIR e COFIDE al 31 dicembre 2018 normalizzati per le componenti non ricorrenti;
- i) il business plan inerziale di KOS (il “**Business Plan Inerziale**”), redatto dal proprio *management* e approvato dal relativo Consiglio di Amministrazione in data 18 dicembre 2018;
- j) la perizia di valutazione professionale degli attivi di COFIDE rappresentati da immobili siti in Milano (piazza Sant’Erasmus 4) e in Roma (via di Monserrato 61), redatta da Agire S.r.l. - Gruppo IPI e datata 31 dicembre 2018;
- k) la perizia di valutazione professionale degli attivi di CIR rappresentati da immobili siti in Milano (via dell’Orso 6 e 8, via Ciovassino 1 e 1A, via Ciovasso 12), redatta da Duff & Phelps REAG S.p.A. e datata 26 novembre 2018;
- l) dettagli e regolamenti dei piani di *stock option* e *stock grant* di CIR in essere alla data del 19 febbraio 2019;
- m) dettagli sugli acquisti di azioni proprie in esecuzione dei programmi di *buyback* di COFIDE e CIR alla data dell’8 marzo 2019;
- n) il Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto da COFIDE ai sensi dell’art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i., pubblicato in data 18 marzo 2019, inclusivo dei relativi allegati;
- o) il Documento Informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto da CIR ai sensi dell’art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i., pubblicato in data 18 marzo 2019, inclusivo dei relativi allegati;
- p) gli statuti vigenti delle Società Partecipanti e lo statuto della società risultante dalla Fusione;
- q) i verbali dei Consigli di Amministrazione e delle Assemblee delle Società Partecipanti;
- r) i comunicati stampa emessi dalle Società Partecipanti in relazione alla Fusione;
- s) informazioni pubbliche ed informazioni finanziarie di mercato, quali dati economico-finanziari, prezzi di borsa, andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli COFIDE, CIR, GEDI, Sogefi e delle società quotate operanti in settori comparabili;

- t) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

Abbiamo infine ottenuto attestazioni che, per quanto a conoscenza dei Consigli di Amministrazione di COFIDE e CIR, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

#### **4. Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Come riportato nelle Relazioni degli Amministratori, al fine della predisposizione delle valutazioni volte alla determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione di COFIDE e CIR si sono avvalsi della consulenza, rispettivamente, di Société Générale e Natixis e di Mediobanca, ciascuno dei quali ha rilasciato un *report* sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio. I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor* Finanziari, hanno adottato metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale per operazioni di tale natura e ritenuti adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti.

##### **4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione**

Nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio. Lo scopo principale della valutazione è pertanto rappresentato - più che dalla stima dei valori assoluti del capitale economico delle società coinvolte - dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono quindi essere valutate in accordo a criteri omogenei, al fine di rendere pienamente raffrontabili i risultati delle attività valutative.

Si precisa inoltre che COFIDE e CIR sono state valutate dagli Amministratori come entità separate (cosiddetta ottica "*stand alone*"), ossia prescindendo da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti della Fusione sull'entità risultante.

Alla luce delle premesse metodologiche sopra richiamate e tenuto conto delle finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa, nazionale e internazionale, con particolare riferimento alle *holding* di partecipazioni, delle caratteristiche proprie di ciascuna delle Società partecipanti alla Fusione nonché del loro *status* di società quotate, gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi *Advisor* Finanziari, hanno adottato le seguenti metodologie di valutazione:

- ▶ Metodologia del Net Asset Value ("**NAV**"). Tale metodologia è particolarmente diffusa per stimare il valore intrinseco di *holding* finanziarie di partecipazione, quali quelle interessate dalla Fusione, la cui attività principale è costituita dalla gestione di un portafoglio di partecipazioni in società terze;
- ▶ Metodologia dei Prezzi di Mercato o dei Prezzi di Borsa. Tale metodologia è ritenuta rilevante qualora il capitale delle società oggetto di valutazione sia quotato in mercati regolamentati e sistematicamente negoziato.

##### **4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate**

Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti - anche avvalendosi di appositi *report* redatti dai rispettivi *Advisor* Finanziari - sono pervenuti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di un'accurata stima dei valori dei



capitali economici di COFIDE e CIR, calcolati mediante l'applicazione di criteri di valutazione omogenei scelti tra quelli comunemente utilizzati per operazioni di questa natura.

#### **4.2.1. Descrizione delle metodologie utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di COFIDE**

##### 4.2.1.1 Metodologia del NAV

La metodologia del NAV esprime il valore del capitale economico quale somma del valore delle partecipazioni e dei cespiti detenuti dalla società, al netto del valore delle passività.

Il NAV di CIR è stato stimato dagli Amministratori di COFIDE attraverso il seguente approccio valutativo:

- (i) le partecipazioni di CIR in GEDI e Sogefi, i cui titoli sono negoziati in mercati regolamentati, sono state valutate secondo la metodologia dei Prezzi di Mercato e tenendo in considerazione anche i prezzi obiettivo. Ai fini dell'applicazione del metodo dei Prezzi di Mercato sono state ritenute maggiormente significative le medie dei prezzi ufficiali ponderate per i volumi su un arco temporale di sei mesi. Ai fini dell'osservazione dei prezzi obiettivo sono state considerate le medie dei più recenti prezzi emessi da analisti finanziari successivamente alla pubblicazione dei risultati intermedi dei primi nove mesi dell'esercizio 2018;
- (ii) la partecipazione in KOS è stata valutata in un intervallo di valori determinato attraverso l'applicazione di metodologie di valutazione comunemente accettate ed utilizzate dalla prassi finanziaria. In particolare, l'intervallo di valori è stato determinato applicando i metodi del *discounted cash flow* (DCF) e dei multipli di mercato, osservando un campione di società quotate ritenute comparabili a KOS;
- (iii) la valutazione delle attività immobiliari di CIR è stata determinata facendo riferimento a perizie emesse da terzi esperti indipendenti;
- (iv) la valutazione delle restanti attività e passività di CIR è stata condotta utilizzando i valori di bilancio dei singoli cespiti;
- (v) il valore passivo espresso dai costi di *holding* di CIR è stato valutato attraverso l'applicazione di una formula di *perpetuity*, utilizzando un intervallo di tassi di sconto stimato attraverso l'applicazione del *Capital Asset Pricing Model* ("**CAPM**") ed osservando parametri utilizzati da analisti finanziari per la stima di costi di analoga natura;
- (vi) nella stima della posizione di cassa di CIR, sono stati considerati, *inter alia*, i seguenti aggiustamenti: (a) l'effetto per la distribuzione dei dividendi proposti dal Consiglio di Amministrazione a valere sull'utile 2018; (b) l'impatto del piano di acquisto di azioni proprie dal 1° gennaio 2019 all'8 marzo 2019.

Il NAV di COFIDE è stato stimato dagli Amministratori di COFIDE attraverso il seguente approccio valutativo:

- (i) la partecipazione nel capitale economico di CIR è stata valutata al NAV di CIR;
- (ii) la valutazione delle attività immobiliari di COFIDE è stata determinata facendo riferimento a perizie emesse da terzi esperti indipendenti;
- (iii) la valutazione delle restanti attività e passività di COFIDE è stata condotta utilizzando i valori di bilancio dei singoli cespiti;
- (iv) il valore passivo espresso dai costi di *holding* di COFIDE è stato valutato attraverso l'applicazione di una formula di *perpetuity*, utilizzando un intervallo di tassi di sconto



stimato attraverso l'applicazione del CAPM ed osservando parametri utilizzati da analisti finanziari per la stima di costi di analoga natura;

- (v) nella stima della posizione finanziaria netta di COFIDE, sono stati considerati, *inter alia*, i seguenti aggiustamenti: (a) l'effetto per la distribuzione dei dividendi proposti dal Consiglio di Amministrazione a valere sull'utile 2018; (b) l'effetto per l'incasso della quota di dividendi di CIR di pertinenza di COFIDE; (c) l'impatto del piano di acquisto di azioni proprie dal 1° gennaio 2019 all'8 marzo 2019.

Data la particolarità delle Società Partecipanti, gli Amministratori di COFIDE hanno segnalato che, applicando la metodologia del NAV, la valutazione del capitale economico di COFIDE è strettamente dipendente dalla valutazione del capitale economico di CIR, in quanto la partecipazione che COFIDE detiene in CIR rappresenta la quasi totalità nel NAV di COFIDE.

In un'ottica di valutazione comparativa, la stretta relazione esistente tra il capitale economico delle due Società implica, ad avviso degli Amministratori di COFIDE, che il rapporto di cambio basato sulla metodologia del NAV risulti poco sensibile a variazioni del capitale economico di CIR.

#### 4.2.1.2 Metodologia dei Prezzi di Mercato

La metodologia dei Prezzi di Mercato esprime il valore delle società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione espressa dai prezzi dei titoli negoziati su mercati regolamentati.

Al fine dell'applicazione della metodologia, gli Amministratori hanno analizzato i prezzi di CIR e di COFIDE lungo orizzonti temporali di un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi precedenti l'8 marzo 2019.

Gli Amministratori hanno anche segnalato che la data dell'8 marzo 2019 è l'ultima data di negoziazione dei titoli COFIDE e CIR antecedente l'11 marzo 2019, data in cui i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti si sono riuniti per approvare i termini della Fusione.

I valori individuati sulla base della metodologia dei Prezzi di Mercato sono basati sui prezzi ufficiali medi ponderati per i volumi dei due titoli e sono stati espressi su base *ex-dividend*, rettificati quindi per il dividendo deliberato pari rispettivamente a Euro 0,0145 per azione COFIDE ed a Euro 0,039 per azione CIR.

#### **4.2.2. Descrizione delle metodologie utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di CIR**

##### 4.2.2.1 Metodologia del NAV

Il criterio del NAV è comunemente adottato nella valutazione di società *holding* di partecipazioni, quali COFIDE e CIR. Tale metodologia consiste nella stima del valore del capitale economico della società oggetto di valutazione come somma dei valori delle partecipazioni e degli altri eventuali attivi da essa posseduti - ciascuno considerato come una entità economica valutabile *stand alone* - al netto delle passività.

Ai fini della valutazione del NAV di CIR, gli Amministratori di CIR hanno tenuto conto di quanto segue:

- ▶ le partecipazioni quotate in GEDI e Sogefi sono state valutate in base al loro valore di mercato su diversi orizzonti temporali rispetto alla data dell'8 marzo 2019 (media a 1 mese, media a 3 mesi, media a 6 mesi, media a 12 mesi), in analogia alla metodologia dei Prezzi di Borsa;
- ▶ la partecipazione non quotata in KOS è stata valutata applicando sia la metodologia fondamentale del *Discounted Cash Flow* che la metodologia dei Multipli di Borsa di società comparabili;
- ▶ le restanti partecipazioni e le immobilizzazioni materiali ed immateriali sono state valutate al valore di libro o, per gli immobili di proprietà, al valore di perizia;

- ▶ la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2018 è stata rettificata per tener conto dell'esborso di cassa per gli acquisti di azioni proprie effettuati successivamente al 31 dicembre 2018 e fino all'8 marzo 2019 e dell'esborso stimato per il pagamento del dividendo a valere sull'utile 2018, pari a circa Euro 25 milioni;
- ▶ il valore passivo espresso dai costi di *holding* è stato calcolato con una capitalizzazione perpetua dei costi ricorrenti relativi al 2018, al netto del relativo effetto fiscale.

Ai fini della valutazione del NAV di COFIDE, gli Amministratori di CIR hanno tenuto conto di quanto segue:

- ▶ la partecipazione nel capitale di CIR è stata valutata al rispettivo NAV (proporzionalmente quindi all'interessenza economica detenuta da COFIDE);
- ▶ le restanti partecipazioni e le immobilizzazioni materiali ed immateriali sono state valutate al valore di libro o, per gli immobili di proprietà, al valore di perizia;
- ▶ la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2018 è stata rettificata per tener conto dell'esborso di cassa per gli acquisti di azioni proprie effettuati successivamente al 31 dicembre 2018 e fino all'8 marzo 2019, dell'esborso stimato per il pagamento del dividendo a valere sull'utile 2018 pari a circa Euro 10 milioni, e dell'incasso dei dividendi previsti in distribuzione da CIR a valere sull'utile 2018;
- ▶ infine, il valore passivo espresso dai costi di *holding* è stato calcolato con una capitalizzazione perpetua dei costi ricorrenti relativi al 2018, al netto del relativo effetto fiscale.

Per ambedue le Società, il numero di azioni in circolazione è stato rettificato dagli Amministratori per tenere conto delle azioni proprie in portafoglio alla data di valutazione. Per CIR gli Amministratori hanno anche tenuto conto della stima del potenziale impatto derivante dai piani di incentivazione ai dipendenti (*stock option* e *stock grant*) in essere.

#### 4.2.2.2 Metodologia dei Prezzi di Borsa

Il metodo dei Prezzi di Borsa consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico presso il quale le azioni sono trattate. Il suddetto metodo ipotizza l'efficienza del mercato in cui la società è quotata e si traduce nell'identificazione del valore economico di essa nei valori espressi dalle quotazioni di mercato, rilevati in appropriati periodi temporali di diversa ampiezza ai fini di mitigare le fluttuazioni di breve periodo.

In particolare, gli Amministratori di CIR hanno analizzato i prezzi medi ponderati ufficiali nei periodi di 1, 3, 6 e 12 mesi antecedenti l'8 marzo 2019.

Tali prezzi sono stati rettificati dagli Amministratori per riflettere la distribuzione di dividendi, il cui pagamento è previsto prima del perfezionamento della Fusione (prezzi *ex-dividend*).

Gli Amministratori hanno infine segnalato che la data dell'8 marzo 2019 è l'ultimo giorno di negoziazione dei titoli COFIDE e CIR antecedente l'11 marzo 2019, data in cui i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti si sono riuniti per approvare i termini della Fusione.

## **5. Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione**

### **5.1. Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione di COFIDE**

Come indicato nella Relazione degli Amministratori di COFIDE, le valutazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione di COFIDE è pervenuto per la determinazione del Rapporto di Cambio devono essere considerate alla luce di taluni limiti e criticità, tipici in questo ambito di analisi, nonché delle peculiarità specifiche di COFIDE e CIR. In particolare gli Amministratori di COFIDE evidenziano che:

- I. nell'ambito della metodologia del NAV, si può riscontrare una difficoltà di valutazione per le partecipazioni in società non quotate ed in cespiti non liquidi. Alcune attività non possono essere valutate facendo riferimento ad indicazioni puramente di mercato. Per la valutazione di questi cespiti è stato dunque necessario fare riferimento alla valutazione fondamentale (come nel caso di KOS) e a perizie di terzi esperti indipendenti, laddove disponibili, oppure a valori di bilancio;
- II. sempre nell'ambito della metodologia del NAV, ai fini dell'applicazione, gli Amministratori hanno fatto principale riferimento ai progetti di bilancio al 31 dicembre 2018 di COFIDE e di CIR, ossia situazioni approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 11 marzo 2019 che, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, non erano ancora state approvate dalle assemblee di COFIDE e CIR, né sottoposte a revisione contabile;
- III. nell'ambito della metodologia dei Prezzi di Mercato, le principali limitazioni si riferiscono generalmente alla presenza di una liquidità relativamente limitata per i titoli oggetto della valutazione. Nel caso di CIR e di COFIDE, i volumi medi giornalieri di contrattazione sul rispettivo flottante sono mediamente inferiori rispetto alle metriche medie espresse dal campione di titoli che compongono l'indice *FTSE Italia Mid Cap*. Questa condizione potrebbe essere legata ad una serie di fattori, tra cui un flottante relativamente più limitato ed una copertura più contenuta da parte degli analisti finanziari;
- IV. sempre nell'ambito della metodologia dei Prezzi di Mercato, la volatilità dei mercati determinata anche da eventi non strettamente connessi a CIR e COFIDE può influenzare temporaneamente l'andamento dei prezzi di mercato delle Società valutate, limitandone la significatività ai fini valutativi. Tale problematica viene generalmente affrontata prendendo in considerazione prezzi medi su periodi temporali sufficientemente estesi da permettere di mitigare l'effetto della volatilità sui valori espressi dalla metodologia.

## **5.2. Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione di CIR**

Nell'effettuare le proprie valutazioni per pervenire alla determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di CIR non ha identificato nella propria Relazione degli Amministratori alcuna difficoltà o limite di valutazione.

## **6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione**

Le valutazioni svolte dai Consigli di Amministrazione di COFIDE e di CIR, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi *Advisor* Finanziari, hanno portato ai seguenti risultati.

### **6.1. Risultati del Consiglio di Amministrazione di COFIDE**

Sulla base delle valutazioni condotte con l'ausilio degli *Advisor* Finanziari Société Générale e Natixis, considerati i valori per azione di COFIDE e CIR, determinati secondo le metodologie sopra descritte ed alla luce degli intervalli individuati, il Consiglio di Amministrazione di COFIDE ha definito i valori relativi delle Società Partecipanti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Le metodologie di valutazione adottate hanno condotto gli Amministratori di COFIDE ai seguenti rapporti di cambio - espressi per semplicità come minimo, massimo e *mid-point* sia per il metodo dei Prezzi di Mercato sia per il metodo del NAV.

	<i>Metodologia dei Prezzi di Mercato</i>	<i>Metodologia del NAV</i>
	(x)	(x)
Minimo	1,99 <sup>(1)</sup>	1,95
Mid-Point	2,04	1,96
Massimo	2,10 <sup>(2)</sup>	1,97

<sup>(1)</sup> Basato sulla media ponderata dei prezzi ufficiali a 6 mesi

<sup>(2)</sup> Basato sulla media ponderata dei prezzi ufficiali a 1 mese

Rapporto di cambio basato sulle medie a: 1M - 2,10; 3M - 2,02; 6M - 1,99; 12M - 2,09

I rapporti di cambio individuati dagli Amministratori di COFIDE sono ricompresi in un intervallo di valori tra un minimo di 1,95 ed un massimo di 1,97 azioni COFIDE per ogni azione CIR per quanto riguarda la metodologia del NAV e tra un minimo di 1,99 ed un massimo di 2,10 azioni COFIDE per ogni azione CIR per quanto riguarda la metodologia dei Prezzi di Mercato.

Tenuto conto delle considerazioni sopra esposte, gli Amministratori di COFIDE hanno individuato un intervallo di valori ricompreso tra i due punti intermedi espressi dalle metodologie pari a 1,96 azioni COFIDE per ogni azione CIR per il metodo del NAV e 2,04 azioni COFIDE per ogni azione CIR per il metodo dei Prezzi di Mercato.

All'interno di questo intervallo, ai fini negoziali, in considerazione delle limitazioni che caratterizzano il metodo dei Prezzi di Mercato ed al fine di riflettere la maggiore significatività della metodologia del NAV, gli Amministratori di COFIDE hanno individuato un range ristretto tra 1,96 e 2,00, che si colloca nella parte inferiore dell'intervallo sopra descritto.

Tale intervallo oscilla quindi tra un punto minimo rappresentato dall'applicazione del metodo del NAV ed un punto massimo rappresentato dall'applicazione di un metodo misto che dia uguale peso alla metodologia del NAV ed a quella dei Prezzi di Mercato.

In questo contesto, tenuto conto delle valutazioni sopra descritte, del valore strategico dell'operazione e dell'idoneità della stessa, ove attuata, a creare valore per entrambe le compagini sociali, il Consiglio di Amministrazione di COFIDE, previo parere favorevole del Comitato Parti Correlate di COFIDE, ha approvato il Rapporto di Cambio pari a n. 2,01 azioni ordinarie di COFIDE per ogni azione ordinaria di CIR, immediatamente contiguo al *range* ristretto individuato dagli *Advisor* Finanziari del Consiglio di Amministrazione di COFIDE, ma ricompreso nel *range* più ampio altresì preso in considerazione.

Gli Amministratori di COFIDE evidenziano infine che in data 11 marzo 2019 il Comitato per le operazioni con parti correlate di COFIDE, anche sulla scorta della *fairness opinion* rilasciata dall'*advisor* indipendente Prof. Mazzola, ha ritenuto che il Rapporto di Cambio rifletta in modo congruo la relazione esistente tra i valori dei capitali economici di COFIDE e CIR, esprimendo all'unanimità parere favorevole sull'interesse di COFIDE al compimento della Fusione nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale dell'operazione di Fusione medesima.

## **6.2. Risultati del Consiglio di Amministrazione di CIR**

Il Rapporto di Cambio è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di CIR applicando una metodologia di valutazione "mista" che ha tenuto conto con pesi omogenei sia del metodo del NAV che del metodo dei Prezzi di Borsa.

In applicazione di tale metodologia mista, gli Amministratori di CIR hanno individuato:

- ▶ una forchetta di rapporto di cambio ampia, tra il valore minimo (osservato nella metodologia del NAV) di 1,95 e il valore massimo (osservato nella metodologia dei Prezzi di Borsa) di 2,10, con un punto medio espresso da 2,02; e
- ▶ una forchetta di rapporto di cambio stretta, tra i punti medi di concambio individuati da ciascuna delle metodologie adottate, ovvero 1,96 per la metodologia del NAV e 2,04 per la metodologia dei Prezzi di Borsa, con un punto medio espresso da 2,00.

	<b>Forchetta ampia</b>	<b>Forchetta stretta</b>
Minimo	1,95x	1,96x
Massimo	2,10x	2,04x
Punto medio	2,02x	2,00x
<b>Rapporto di Cambio</b>	<b>2,01x</b>	

Il Rapporto di Cambio è stato infine determinato in 2,01x, che significa che per ogni azione di CIR verranno assegnate 2,01 azioni di COFIDE.

Gli Amministratori di CIR evidenziano infine che il Prof. Giovanni Petrella, *advisor* indipendente indicato dal Comitato per le operazioni con parti correlate, in data 11 marzo 2019, ha formulato un parere sul rapporto di concambio concludendo che, "(...) nel contesto della Fusione, il Rapporto di Concambio di 2,01 azioni di COFIDE per ogni azione ordinaria CIR sia congruo da un punto di vista finanziario."

### **6.3. Conclusioni**

Tenendo conto di quanto emerso dalle attività di valutazione come sopra descritte, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti, anche tenuto conto dei *report* rilasciati dai propri *Advisor* Finanziari, a seguito delle negoziazioni tra le parti, hanno quindi determinato il Rapporto di Cambio nella seguente misura:

- ▶ 2,01 azioni ordinarie di COFIDE da nominali Euro 0,50 per ogni azione ordinaria di CIR.

Non sono previsti conguagli in denaro.

A seguito del perfezionamento della Fusione, tutte le azioni ordinarie CIR attualmente emesse verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie COFIDE, ad eccezione: (i) delle azioni ordinarie CIR di proprietà di COFIDE alla data di perfezionamento della Fusione, e (ii) delle azioni proprie detenute da CIR alla data di perfezionamento della Fusione, che pertanto verranno annullate senza concambio in conformità alle disposizioni di legge applicabili.

Pertanto gli Amministratori indicano che alla data delle Relazioni degli Amministratori e assumendo che la Fusione si perfezioni il 1° gennaio 2020, potranno essere concambiate un massimo di n. 291.177.470 azioni CIR, che includono (i) un massimo di n. 11.224.800 azioni di nuova emissione CIR che potrebbero essere emesse ai sensi dei piani di *stock option* CIR vigenti e (ii) un massimo di n. 2.516.244 azioni CIR, ad oggi detenute dall'Incorporanda, che potrebbero essere assegnate ai beneficiari dei piani di *stock grant* maturati e maturandi entro il 31 dicembre 2019.

Tenuto conto dei potenziali effetti diluitivi derivanti dall'eventuale esercizio di tutti i diritti attribuiti dai predetti piani di *stock option* e *stock grant* di CIR entro il 31 dicembre 2019, i dati relativi al numero massimo di azioni di nuova emissione da emettersi a servizio del concambio e al controvalore dell'aumento di capitale sono stati aggiornati rispetto a quanto indicato nel Progetto di Fusione.

In particolare, è previsto che, per servire il concambio, COFIDE proceda all'aumento del proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 292.633.357 mediante emissione di massime n. 585.266.715 nuove azioni ordinarie dal valore nominale di Euro 0,50 ciascuna, in applicazione del Rapporto di Cambio.

L'esatto importo di tale aumento di capitale sarà definito prima della stipula dell'atto di fusione, in applicazione dei principi e criteri descritti nel Progetto di Fusione e, in particolare, tenuto conto del numero di azioni proprie detenute da CIR alla data di perfezionamento della Fusione che saranno annullate senza concambio.

Subordinatamente al rilascio dei necessari provvedimenti autorizzativi, le azioni di nuova emissione dell'Incorporante assegnate in concambio saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al pari delle azioni ordinarie della medesima già in circolazione, nonché soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. in regime di dematerializzazione, ai sensi di legge. Gli Amministratori evidenziano che a tal fine le Società Partecipanti predisporranno un apposito documento informativo, nel rispetto delle disposizioni regolamentari *pro tempore* vigenti.

## **7. Lavoro svolto**

### **7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3**

Il bilancio d'esercizio di COFIDE per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 ed il bilancio consolidato del Gruppo COFIDE al 31 dicembre 2018, predisposti in conformità agli IFRS, sono stati assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A.. Le rispettive relazioni di revisione sono state emesse senza rilievi in data 5 aprile 2019.

Il bilancio d'esercizio di CIR per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 ed il bilancio consolidato del Gruppo CIR al 31 dicembre 2018, predisposti in conformità agli IFRS, sono stati assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione KPMG S.p.A.. Le rispettive relazioni di revisione sono state emesse senza rilievi in data 5 aprile 2019.

In relazione ai bilanci sopra citati sono state da noi effettuate limitate procedure di revisione, che sono consistite principalmente in discussioni con le Direzioni delle Società Partecipanti e con la società di revisione KPMG S.p.A., al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in essi esposti e dei relativi principali scostamenti.

Abbiamo letto criticamente i *report* degli *Advisor* Finanziari e le perizie di valutazione professionali degli immobili delle Società, nonché le stime effettuate internamente dalle Società, ed abbiamo discusso con le Direzioni di COFIDE e CIR con specifico riferimento ai parametri, alle metodologie e ai criteri di valutazione utilizzati.

Per quanto riguarda il Business Plan Inerziale del Gruppo KOS e le proiezioni economico-patrimoniali utilizzate ai fini valutativi, fermi restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di previsione, abbiamo discusso con le Direzioni di KOS, COFIDE e CIR, nonché con i rispettivi *Advisor* Finanziari, le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione. Le analisi hanno incluso, tra l'altro, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, il processo di elaborazione del Business Plan Inerziale, l'analisi della ragionevolezza delle assunzioni, dei criteri e dei principi contabili adottati, il confronto dell'andamento storico e a consuntivo con le previsioni.

Abbiamo infine raccolto, anche attraverso discussione con le Direzioni di COFIDE e CIR, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alle date di chiusura dei bilanci sopra menzionati che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che dalle date di chiusura dei predetti bilanci alla data di emissione della presente

Relazione non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società Partecipanti e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

## **7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- ▶ analisi del Progetto di Fusione e delle Relazioni degli Amministratori di COFIDE e CIR, nonché dei *report* rilasciati dagli *Advisor* Finanziari per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dai Consigli di Amministrazione e dagli *Advisor* Finanziari nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- ▶ sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- ▶ verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3;
- ▶ verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor* Finanziari;
- ▶ colloqui con le Direzioni di COFIDE e CIR e con gli *Advisor* Finanziari, per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre compreso, attraverso discussione con le Direzioni di COFIDE e CIR, e ottenuto attestazione, che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

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

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Abbiamo pertanto svolto un esame critico della metodologia seguita dagli Amministratori per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto delle caratteristiche delle Società Partecipanti e dell'operazione nel suo complesso.



Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- ▶ sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione;
- ▶ conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*;
- ▶ l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori delle Società Partecipanti, anche con il supporto dei rispettivi *Advisor* Finanziari, ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e, quindi, della confrontabilità dei valori;
- ▶ l'applicazione di una pluralità di metodi di valutazione ha consentito comunque di estendere il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti;
- ▶ la scelta di estendere le rilevazioni dei corsi di borsa sino ad un periodo di 12 mesi da parte degli Amministratori appare appropriata in via generale, particolarmente in un contesto di volatilità dei mercati, in quanto permette di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur rappresentando un valore di mercato relativamente recente;
- ▶ la scelta di utilizzare come data di riferimento per la rilevazione quella antecedente l'annuncio di possibili operazioni sul capitale appare appropriata al fine di eliminare gli effetti distorsivi sui prezzi dei titoli.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- ▶ il metodo dei Prezzi di Mercato o dei Prezzi di Borsa risulta particolarmente indicato in presenza di un mercato di borsa efficiente, poiché incorpora tutte le informazioni pubblicamente disponibili ed è il risultato dell'attività di negoziazione svolta da operatori di mercato che riflettono le loro previsioni e opinioni in merito alla redditività, ai livelli di rischio e al potenziale di crescita futura delle società oggetto di valutazione. L'adozione di medie, ponderate per i volumi scambiati, riferite ad un arco temporale sufficientemente ampio ha inoltre consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli legate alla situazione generale dei mercati e di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur riflettendo dati di mercato recenti. Peraltro, dal momento che sul piano pratico raramente si verificano le ideali condizioni di efficienza del mercato, è frequente, come nel caso di specie, applicare una pluralità di metodi anche nella valutazione di società quotate;
- ▶ il metodo del NAV è generalmente applicato dalla prassi professionale, con un approccio per "somma delle parti", nella valutazione di *holding* di partecipazioni, in quanto realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico, l'utilizzo della metodologia dei valori di mercato per le partecipazioni detenute nelle società quotate, con un'osservazione dei prezzi basata, da parte degli Amministratori di COFIDE su un arco tempo di sei mesi e su prezzi obiettivo (cd. *target price*), e da parte degli Amministratori di CIR su diversi orizzonti temporali, ha consentito sia di attenuare l'effetto della volatilità di breve periodo che di utilizzare dati che riflettano le condizioni di mercato recenti. D'altro canto, la valutazione delle altre attività non quotate attraverso perizie valutative di terzi indipendenti o valori di bilancio e, con riferimento alla partecipazione in KOS, attraverso sia la metodologia fondamentale del *Discounted Cash Flow* che la metodologia dei Multipli di Borsa di società comparabili, ha consentito di apprezzare le caratteristiche operative e finanziarie delle singole attività.

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

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società Partecipanti, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti abbiamo preso atto delle valutazioni fatte degli Amministratori circa la non ricorrenza dei presupposti del diritto di recesso, senza svolgere verifiche a riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da COFIDE e CIR, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime, né di eventuali tematiche di tipo societario, legale o fiscale connesse all'operazione di Fusione.

Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate e ai limiti incontrati, in aggiunta a quelli riscontrati dagli Amministratori e riportati al punto 5, evidenziamo quanto segue:

- a) il metodo dei Prezzi di Mercato o dei Prezzi di Borsa risulta particolarmente indicato in presenza di società con volumi scambiati elevati, mentre nel caso in esame i titoli oggetto di valutazione (COFIDE e CIR) presentano una liquidità relativamente limitata e, quindi, il prezzo di tali titoli potrebbe non rifletterne pienamente il valore intrinseco, specie in presenza di una volatilità dei mercati determinata anche da eventi esterni alle società valutate e/o dagli eventuali effetti delle operazioni di *buyback*;
- b) il metodo del NAV è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico, l'utilizzo della metodologia è stato limitato dalla difficoltà di valutazione di partecipazioni in società non quotate e - più in generale - di attività non liquide, per le quali è stato necessario fare affidamento a perizie valutative di terzi indipendenti, a valutazioni con il metodo del *Discounted Cash Flow* e con il metodo dei Multipli di Borsa di società comparabili, oppure a valori contabili;
- c) le valutazioni effettuate dagli Amministratori mediante la metodologia del *Discounted Cash Flow* (di cui al punto precedente) si basano su previsioni economico-patrimoniali che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e/o dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;
- d) i metodi utilizzati sono basati, direttamente o indirettamente, sui prezzi di mercato di titoli quotati, in un contesto di mercato che nei periodi considerati è stato caratterizzato da livelli di incertezza e da fenomeni di turbolenza e volatilità; inoltre, le rilevazioni dei prezzi dei titoli COFIDE e CIR nel periodo intercorso dall'11 marzo 2019 alla data della presente Relazione mostrano un andamento da cui non sono separatamente quantificabili gli effetti connessi all'annuncio dell'operazione di Fusione e quelli dell'evoluzione generale dei mercati; non si può escludere che l'evoluzione dei mercati finanziari possa condurre a valori di mercato non prevedibili ad oggi ed eventualmente diversi da quelli utilizzati dagli Amministratori nelle proprie valutazioni.

Come esplicitamente evidenziato nelle Relazioni degli Amministratori ed ai sensi delle previsioni contenute nell'Accordo di Fusione, il perfezionamento della Fusione è subordinato al mancato avveramento delle Condizioni Sospensive. Conseguentemente, in caso di mancato avveramento di tali Condizioni Sospensive, le considerazioni e conclusioni contenute nella presente Relazione non saranno o potrebbero non essere più valide o applicabili.

## 10. Conclusioni

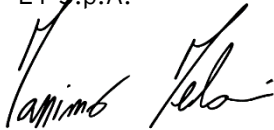
Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura, portata e limiti del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di COFIDE e CIR, anche avvalendosi delle indicazioni dei rispettivi *Advisor* Finanziari, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

- ▶ **n. 2,01 azioni ordinarie di COFIDE da nominali Euro 0,50 per ogni azione ordinaria di CIR.**

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Milano, 12 giugno 2019

EY S.p.A.



Massimo Meloni  
(Socio)