

Documento Informativo Relativo a Operazioni di Maggiore Rilevanza con Parti Correlate

Redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento adottato dalla Consob con
delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i.

*

Fusione per Incorporazione

di

Castor Bidco S.p.A.

in

Cerved Group S.p.A.

9 dicembre 2021

SOMMARIO

1.	AVVERTENZE.....	5
1.1	Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	5
2.	INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	6
2.1	Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	6
2.2	Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della portata degli interessi di tali parti nella Fusione	12
2.3	Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza della Fusione per Cerved	13
2.4	Modalità di determinazione del Rapporto di Cambio.....	13
2.5	Gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	30
2.6	Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione ...	30
2.7	Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Cerved coinvolti nella Fusione	30
2.8	Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'Operazione.....	30
2.9	Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, secondo comma, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia all'Incorporanda, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.....	32
Allegato 1	Parere del Comitato Parti Correlate e <i>fairness opinion</i> dell' <i>Advisor</i> Finanziario Comitato OPC.....	33
Allegato 2	Parere sul Rapporto di Cambio.....	34
Allegato 3	Definizioni	35

PREMESSA

- A.** Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo OPC**”) è stato predisposto da Cerved Group S.p.A. (“**Cerved**” o la “**Società**” o l’“**Incorporante**”) ai sensi dell’articolo 5 del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato (il “**Regolamento OPC**”) e ai sensi della procedura in materia di operazioni con parti correlate da ultimo approvata dal Consiglio di Amministrazione di Cerved in data 21 giugno 2021 (la “**Procedura OPC**”), in relazione alla prospettata fusione per incorporazione (la “**Fusione**” o l’“**Operazione**”) di Castor Bidco S.p.A. (“**Castor Bidco**” o l’“**Incorporanda**” e congiuntamente a Cerved le “**Società Partecipanti alla Fusione**”) nella società controllata - e parte correlata - Cerved Group S.p.A. in quanto la Fusione è qualificabile come un’operazione tra parti correlate di “*maggior rilevanza*”. Castor Bidco, infatti, esercita su Cerved il controllo di diritto ai sensi dell’articolo 2359, primo comma, n. 1, del codice civile e dell’articolo 93 del TUF.
- B.** Al fine di descrivere più completamente la Fusione e le relative motivazioni, sono sintetizzati nel seguito gli eventi occorsi prima della deliberazione in merito alla Fusione adottata dagli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione.
- C.** In data 8 marzo 2021, Castor S.p.A. (già Castor S.r.l.), con sede legale in Milano, via Alessandro Manzoni 38, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 11462440964 (“**Castor**”) ha annunciato, ai sensi dell’articolo 102, comma 1, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato (il “**TUF**”) e dell’articolo 37 del regolamento di attuazione del TUF contenente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato, l’intenzione di promuovere un’offerta pubblica di acquisto (l’“**Offerta**”) avente ad oggetto la totalità del capitale sociale di Cerved, volta a conseguire la revoca dalla quotazione sul Mercato Telematico Azionario, ora Euronext Milan (il “**Mercato Telematico Azionario**”), organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“**Borsa Italiana**”), delle azioni di Cerved (il “**Delisting**”).

In data 25 marzo 2021, Castor ha reso noto, tra l’altro, di aver assunto la decisione di promuovere l’Offerta per il tramite di Castor Bidco, società per azioni di nuova costituzione, il cui capitale sociale è interamente detenuto da Castor.

Nel documento di offerta pubblicato in data 8 luglio 2021 (il “**Documento di Offerta**”), Castor Bidco ha dichiarato l’intenzione di “*acquisire l’intero capitale sociale dell’Emittente e procedere al Delisting dell’Emittente*”.

Nel Documento di Offerta è stato altresì evidenziato che il *Delisting* “*consentirebbe a Cerved di conseguire una maggiore flessibilità gestionale e organizzativa nonché l’opportunità di concentrarsi sullo sviluppo e sull’innovazione dei prodotti e dei servizi con un’ottica di lungo periodo*” e che “*Qualora il Delisting non fosse raggiunto al termine dell’Offerta [...] l’Offerente, tenuto conto, tra l’altro, della partecipazione finale raggiunta nell’Emittente a esito*

dell'Offerta, si riserva di conseguire l'obiettivo del *Delisting* mediante la Fusione, con conseguente *Delisting* dell'Emittente”.

- D.** In data 16 settembre 2021, a conclusione dell'Offerta, Castor Bidco è giunta a detenere una partecipazione pari al 79,967% del capitale sociale di Cerved.
- E.** In data 5 ottobre 2021, coerentemente con quanto indicato nel Documento di Offerta, gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione hanno dato avvio al procedimento di fusione per incorporazione di Cerved in Castor Bidco al fine di conseguire, tra l'altro, il già annunciato *Delisting* e, per effetto del *Delisting*, ottenere (i) una maggiore flessibilità gestionale e organizzativa, derivante anche dalla razionalizzazione e semplificazione della catena di controllo, con possibilità di concentrarsi sulla crescita anche in un'ottica di lungo periodo; (ii) l'eliminazione dei costi e oneri di quotazione; e (iii) il venir meno dell'esposizione alle fluttuazioni di mercato, influenzata anche da elementi non correlati alla *performance* economico-finanziaria di Cerved (anche in considerazione dello scarso flottante ad esito dell'Offerta), con possibili effetti penalizzanti nel contesto di eventuali operazioni straordinarie. In pari data il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha deliberato di convocare per l'11 febbraio 2022, alle ore 11, l'assemblea straordinaria degli azionisti per discutere e deliberare sul seguente ordine del giorno “*Approvazione del progetto di fusione per incorporazione di Cerved Group S.p.A. in Castor Bidco S.p.A.. Deliberazioni inerenti e conseguenti?*”, al fine di dare al mercato certezza in ordine ai tempi della possibile riunione assembleare alla quale sottoporre il progetto di fusione e dare certezza circa l'eventuale valore ai fini del recesso.

L'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria è stato pubblicato in data 5 ottobre 2021 sul sito internet di Cerved (<https://company.cerved.com/>) e, in data 7 ottobre 2021, per estratto sul quotidiano “il Giornale”.

- F.** In data 16 novembre 2021, Castor Bidco ha annunciato al mercato di essere divenuta titolare di una partecipazione superiore al 90% del capitale sociale di Cerved, soglia prevista dall'art. 108, secondo comma, del TUF per l'applicazione dell'obbligo di acquisto di azioni Cerved da parte degli azionisti che ne facciano richiesta (la “**Procedura di Sell-Out**”). In tale contesto, Castor Bidco ha altresì dichiarato la propria intenzione di non procedere al ripristino del flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie Cerved. A tale riguardo, si rammenta che ai sensi dell'articolo 2.5.1 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., le azioni Cerved saranno revocate dalla quotazione e dalla negoziazione a decorrere dal giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo (fissato da Consob, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del TUF), delle azioni Cerved che dovessero essere cedute a Castor Bidco nel contesto della Procedura di *Sell-Out*.
- G.** Venuta meno la finalità di addivenire al *Delisting* mediante la fusione per incorporazione di Cerved in Castor Bidco per le ragioni illustrate al precedente Punto F, il *management* di Cerved e Castor Bidco ha avviato uno studio di fattibilità per comparare vantaggi e svantaggi della fusione c.d. “diretta” di Cerved

in Castor Bidco e della fusione “inversa” di Castor Bidco in Cerved e da tale analisi è emerso che la fusione “inversa” presenta numerosi e significativi vantaggi, rispetto alla fusione “diretta”, in termini di risparmio di costi, di minori complessità organizzative, maggiore efficienza e rapidità.

H. La Fusione è stata oggetto di attenta considerazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Cerved e del comitato parti correlate (il “**Comitato Parti Correlate**”), comitato endo-consiliare costituito ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, in quanto – come anticipato nel precedente punto A.- la Fusione costituisce per Cerved un’operazione tra parti correlate di “*maggior rilevanza*”. Alla luce di tale circostanza, il Comitato Parti Correlate ha deciso di avvalersi, ai fini delle proprie analisi e determinazioni, del supporto dell’*advisor* finanziario indipendente Lazard S.r.l. (“**l’Advisor Finanziario Comitato OPC**”), nonché del consulente legale indipendente Studio Gatti Pavesi Bianchi Ludovici.

I. Ad esito delle analisi svolte, il Comitato Parti Correlate, tenuto conto, tra l’altro, delle risultanze valutative cui è addivenuto l’*Advisor* Finanziario Comitato OPC ed in particolare della *fairness opinion* rilasciata dallo stesso sulla congruità del Rapporto di Cambio (come definito nel successivo punto K), in data 9 dicembre 2021 ha rilasciato un parere favorevole in merito all’interesse di Cerved al compimento della Fusione, avendo altresì accertato la convenienza e correttezza sostanziale e procedurale delle condizioni della Fusione stessa (il “**Parere del Comitato Parti Correlate**”).

Il Parere del Comitato Parti Correlate è stato immediatamente trasmesso al Consiglio di Amministrazione di Cerved.

J. In data 9 dicembre 2021, a conclusione delle approfondite analisi e valutazioni effettuate con il supporto degli *Advisor* Finanziari Cerved e dell’*Advisor* Finanziario Castor Bidco (come definiti nel successivo paragrafo 2.1.2.A.), il Consiglio di Amministrazione di Cerved e l’Amministratore Unico di Castor Bidco hanno deliberato di approvare il progetto di fusione, che disciplina termini e condizioni della Fusione (il “**Progetto di Fusione**”). In pari data, il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha altresì approvato (i) di revocare la convocazione dell’assemblea straordinaria di Cerved di cui al precedente Punto E e, contestualmente, (ii) di convocare l’assemblea straordinaria per approvare il Progetto di Fusione conferendo mandato al Presidente e all’Amministratore Delegato, in via disgiunta, per la definizione della data della riunione assembleare e per l’effettuazione dei relativi adempimenti. In pari data si terrà l’assemblea straordinaria di Castor Bidco.

K. Il Progetto di Fusione - comprensivo dello statuto sociale di Cerved (il “**Nuovo Statuto**”) che entrerà in vigore alla data in cui si produrranno gli effetti civilistici della Fusione i sensi dell’articolo 2504-*bis*, secondo comma, del codice civile (la “**Data di Efficacia**”) - approvato dal Consiglio di Amministrazione di Cerved e dall’Amministratore Unico di Castor Bidco in data 9 dicembre 2021 prevede il rapporto di cambio nella seguente misura:

per ogni n. 1 azione ordinaria dell’Incorporanda, priva di indicazione del valore nominale,

n. 5.000,1386 azioni ordinarie dell'Incorporante, prive di indicazione del valore nominale (il “**Rapporto di Cambio**”).

Il Progetto di Fusione non prevede alcun conguaglio in denaro.

- L.** Qualora le assemblee straordinarie degli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione approvino il Progetto di Fusione, agli azionisti di Cerved che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione (gli “**Azionisti Legittimati al Recesso**”) spetterà il diritto di recesso (il “**Diritto di Recesso**”) ai sensi dell'articolo 2437, primo comma, lett. g), del codice civile, derivando dall'adozione del Nuovo Statuto l'eliminazione del meccanismo del voto di lista, attualmente previsto dallo statuto sociale di Cerved ai sensi dell'articolo 147-*ter* TUF.
- M.** In considerazione del fatto che Castor Bidco non ha contratto debiti per acquisire il controllo di Cerved, la Fusione non si qualifica quale fusione a seguito di acquisizione con indebitamento di cui all'articolo 2501-*bis* del codice civile.

1. AVVERTENZE

Si indicano di seguito i principali fattori di rischio inerenti alla Fusione.

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

A. Alla data del presente Documento Informativo OPC, Castor Bidco detiene n. 178.002.825 azioni di Cerved, rappresentative del 91,155% del capitale sociale dell'Incorporanda. Non risulta alla Società che, alla data del presente Documento Informativo OPC, vi siano altri azionisti titolari di una partecipazione superiore al 3% del capitale sociale Cerved.

Castor Bidco detiene, quindi, il controllo di Cerved ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e dell'articolo 93 TUF.

Alla data del presente Documento Informativo OPC, Castor Bidco, a sua volta, è controllata direttamente da Castor, che detiene il controllo di Castor Bidco, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, con una partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Castor Bidco e al 100% dei diritti di voto di Castor Bidco.

B. I componenti del Consiglio di Amministrazione di Cerved in carica alla data del Documento Informativo OPC (data in cui le Società Partecipanti alla Fusione hanno approvato il Progetto di Fusione e il presente documento) sono: Aurelio Regina (Presidente), Andrea Mignanelli (Amministratore Delegato), Luca Peyrano (consigliere), Carlo Purassanta (consigliere), Anna Zanardi, Elvina Finzi, Giulia Cavalli, Elena Toson, Stefano Caselli e Alessandra Ferrari (tutti consiglieri indipendenti). Nessuno dei componenti del nuovo Consiglio di Amministrazione è titolare di azioni della Società.

Si segnala, inoltre, che:

- ✓ l'Amministratore di Cerved Luca Peyrano è altresì Amministratore Unico di Castor Bidco, Direttore Generale di ION Analytics e amministratore di Cedacri S.p.A. (società appartenente al Gruppo ION); e
- ✓ l'Amministratore di Cerved Carlo Purassanta è amministratore di Cedacri S.p.A. (società appartenente al Gruppo ION).

C. Per quanto a conoscenza di Cerved, nessuno dei membri del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale di Cerved, dei direttori generali e, per quanto a conoscenza di Cerved, dei dirigenti strategici di Cerved è titolare di azioni e/o altre interessenze economiche di Castor Bidco o di società controllate da quest'ultima o controllanti Castor Bidco, né ricopre ulteriori incarichi all'interno di società controllate da Castor Bidco o controllanti tale società.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

2.1.1 Descrizione dell'Operazione

- A. La Fusione sarà attuata in conformità agli artt. 2501 e ss. del codice civile e verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali di riferimento delle Società Partecipanti alla Fusione e, in particolare,
- ✓ per l'Incorporante, in conformità all'articolo 2501-*quater*, comma 2, del codice civile, sulla base della relazione finanziaria semestrale separata di Cerved al 30 giugno 2021, approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Incorporante in data 30 novembre 2021, che è stata oggetto di revisione contabile limitata volontaria da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A. (la “**Situazione Patrimoniale di Fusione di Cerved**”); e
 - ✓ per l'Incorporanda, sulla base della situazione patrimoniale riferita alla data del 31 ottobre 2021 (composta da stato patrimoniale e conto economico, redatta ai sensi dell'art. 2435-*ter* del codice civile in accordo alle modalità di redazione del bilancio previste per le c.d. “micro imprese”) e approvata dall'amministratore unico dell'Incorporanda in data 21 novembre 2021, sentito il parere favorevole dell'organo di controllo (la “**Situazione Patrimoniale di Fusione di Castor Bidco**” e congiuntamente alla Situazione Patrimoniale di Fusione di Cerved, le “**Situazioni Patrimoniali**”).
- B. Ai fini della Fusione, sarà cancellato l'intero capitale sociale dell'Incorporanda e sarà annullata la totalità delle azioni dell'Incorporanda attualmente di proprietà di Castor, socio unico dell'Incorporanda.
- C. In applicazione del Rapporto di Cambio, in favore di Castor, socio unico dell'Incorporanda, saranno assegnate tutte le azioni dell'Incorporante di proprietà dell'Incorporanda alla Data di Efficacia e, per la differenza, massime n. 72.004.105 azioni dell'Incorporante di nuova emissione, senza variazione del capitale sociale.
- D. Si segnala che l'Incorporanda detiene, alla data del presente Documento Informativo OPC, n. 178.002.825 azioni dell'Incorporante, corrispondenti a circa il 91,155% del capitale di quest'ultima. Con riferimento alle azioni sulle quali è costituito un pegno alla Data di Efficacia, le stesse saranno attribuite a Castor già gravate da pegno, il quale manterrà la propria validità ed efficacia anche a seguito della Fusione.
- E. Si segnala altresì che, alla data del presente Documento Informativo OPC, l'Incorporante detiene 11.091 azioni proprie, mentre l'Incorporanda non detiene azioni proprie. Tutte le azioni proprie dell'Incorporante alla Data di Efficacia, ivi incluse le Azioni Oggetto di Recesso (come definite nel successivo Paragrafo 2.1.4.B.) che dovessero essere acquistate dall'Incorporante ai sensi dell'articolo 2437-*quater*, comma 5, del codice civile, saranno annullate con efficacia alla Data di Efficacia, senza variazione del capitale sociale.

- F.** Ulteriori informazioni relative alla Data di Efficacia e alle modalità di attribuzione in concambio delle azioni dell'Incorporante a Castor, unico socio dell'Incorporanda, saranno rese note, ai sensi di quanto previsto dalla disciplina vigente, mediante comunicato stampa diffuso tramite il sistema E-Market SDIR e pubblicato sul sito internet di Cerved (<https://company.cerved.com/>) e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato (<https://www.emarketstorage.com/>).

Nessun onere verrà posto a carico di Castor per le operazioni di concambio

- G.** In data 7 ottobre 2021, le Società Partecipanti alla Fusione hanno presentato congiuntamente istanza al Tribunale di Milano per la nomina di un esperto comune incaricato di redigere la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio, ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2501-*sexies* del codice civile.

In data 15 ottobre 2021, il Tribunale di Milano ha nominato Epyon Audit S.r.l. quale esperto comune per la redazione della relazione sul rapporto di cambio di cui all'articolo 2501-*sexies* del codice civile.

- H.** In data 1 dicembre 2021, le Società Partecipanti alla Fusione hanno depositato presso il Tribunale di Milano una istanza integrativa al fine di ottenere la conferma e la ratifica della nomina dell'esperto Epyon Audit S.r.l., già nominato dal Tribunale di Milano in data 15 ottobre 2021 per la fusione "diretta" di Cerved in Castor Bidco, ai fini della redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio per la Fusione, in considerazione dell'intervenuto mutamento della struttura della Fusione, che prevede ora l'incorporazione di Castor Bidco in Cerved (anziché di Cerved in Castor Bidco) e fermi restando tutti gli altri elementi esposti nell'istanza presentata in data 7 ottobre 2021. In data 9 dicembre 2021 il Tribunale di Milano ha accolto l'istanza integrativa depositata dalle Società Partecipanti alla Fusione in data 1 dicembre 2021.

- I.** Le Società Partecipanti alla Fusione sottoporranno il Progetto di Fusione alle rispettive assemblee straordinarie degli Azionisti, che si terranno in data 14 gennaio 2022.

- J.** La Fusione produrrà effetti civilistici a far tempo dalla Data di Efficacia, che coinciderà con l'ultima data di iscrizione dell'atto di fusione presso il Registro delle Imprese di Milano, ai sensi dell'articolo 2504-*bis* codice civile, ovvero con la data successiva a tale data, che sarà indicata nell'atto di fusione.

- K.** Ai fini contabili, le operazioni effettuate dall'Incorporanda saranno imputate nel bilancio dell'Incorporante a partire dal 1° gennaio dell'esercizio in cui si verificheranno gli effetti civilistici della Fusione. Ai sensi dell'articolo 172, comma 9, del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, gli effetti fiscali della Fusione sono allineati a quelli contabili, come sopra regolati.

- L.** Il Progetto di Fusione, le relazioni illustrative predisposte, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile dall'Amministratore Unico di Castor Bidco e del Consiglio di Amministrazione di Cerved, la relazione dell'esperto comune sulla congruità del Rapporto di Cambio, di cui all'art. 2501-*sexies* del codice civile e tutti i documenti relativi alla Fusione sono a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previsti ai sensi di legge e regolamento.

2.1.2 Il Rapporto di Cambio

- A.** Ai fini della definizione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Cerved e l'Amministratore Unico di Castor Bidco si sono avvalsi di *advisor* finanziari di primario *standing* e di comprovata professionalità ed esperienza e, segnatamente, Cerved si è avvalsa della consulenza del Prof. Gabriele Villa e del Prof. Giuliano Iannotta (gli “**Advisor Finanziari Cerved**”) e Castor Bidco si è avvalsa della consulenza di Deutsche Bank (l’“**Advisor Finanziario Castor Bidco**”).
- B.** Il Consiglio di Amministrazione di Cerved, con il supporto degli *Advisor* Finanziari Cerved, che hanno altresì predisposto un “*Parere valutativo avente ad oggetto la stima del concambio azionario nella fusione inversa per incorporazione di Castor Bidco S.p.A. in Cerved S.p.A.*” (il “**Parere sul Rapporto di Cambio**”), è giunto alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione, tenendo conto della natura della Fusione e adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti in questo settore e adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società Partecipante alla Fusione.
- C.** Il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha approvato il Progetto di Fusione dopo aver esaminato il Parere del Comitato Parti Correlate che, ai fini delle proprie determinazioni, si è avvalso del supporto dell’*Advisor* Finanziario Comitato OPC, che ha altresì rilasciato una *fairness opinion* sulla congruità del Rapporto di Cambio, in data 9 dicembre 2021.
- D.** Il concambio delle azioni ordinarie dell’Incorporanda di proprietà di azionisti diversi da Castor Bidco, sarà soddisfatto secondo il Rapporto di Cambio.
- E.** Ulteriori informazioni relative alla Data di Efficacia e alle modalità di attribuzione in concambio delle azioni dell’Incorporante a Castor, unico socio dell’Incorporanda, sulla base del Rapporto di Cambio, sono rese note, ai sensi di quanto previsto dalla disciplina vigente, mediante comunicato stampa diffuso tramite il sistema E-Market SDIR e pubblicato sul sito internet di Cerved (<https://company.cerved.com/>) e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato (<https://www.emarketstorage.com/>).

Nessun onere verrà posto a carico di Castor per le operazioni di concambio.

2.1.3 Modifiche allo Statuto

- A.** Come indicato nel Progetto di Fusione – lo statuto attuale di Cerved, a far tempo dalla Data di Efficacia, sarà modificato e, conseguentemente, alla Data di Efficacia entrerà in vigore il Nuovo Statuto, ai sensi del quale, tra l’altro:
- (i) sarà prorogato il termine di durata di Cerved al 31 dicembre 2060;
 - (ii) sarà vietata la costituzione di gravami sulle azioni;

- (iii) il socio titolare della maggioranza assoluta delle azioni di Cerved avrà un diritto di prelazione in caso di trasferimento di azioni; e
 - (iv) il voto di lista per la nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale verrà eliminato.
- B.** Si precisa che il Nuovo Statuto non indica il numero delle azioni dell'Incorporante rappresentative del capitale sociale alla Data di Efficacia in quanto tale informazione sarà disponibile solo una volta verificato (i) il numero di azioni proprie dell'Incorporante (ivi incluse le Azioni Oggetto di Recesso, come definite nel successivo Paragrafo 2.1.4 B., che dovessero essere acquistate dall'Incorporante ai sensi dell'articolo 2437-*quater*, comma 5, del codice civile) alla Data di Efficacia, che saranno contestualmente annullate, senza variazione del capitale sociale, come meglio indicato al precedente Paragrafo 2.1.1 C. nonché (ii) il numero di azioni di nuova emissione dell'Incorporante che dovranno essere assegnate a Castor, socio unico dell'Incorporanda, in applicazione del Rapporto di Cambio, che dipenderà dal numero di azioni dell'Incorporante di proprietà dell'Incorporanda alla Data di Efficacia, come meglio indicato al precedente Paragrafo 2.1.1.E.

2.1.4 Diritto di Recesso

- A.** Qualora le assemblee straordinarie degli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione approvino il Progetto di Fusione, agli Azionisti Legittimati al Recesso spetterà il Diritto di Recesso, ai sensi dell'articolo 2437, primo comma, lett. g), del codice civile, derivando dall'adozione del Nuovo Statuto l'eliminazione del meccanismo del voto di lista attualmente previsto, ai sensi dell'articolo 147-*ter* TUF, dallo statuto sociale di Cerved.
- B.** Ai sensi dell'articolo 2437-*bis* del codice civile, gli Azionisti Legittimati al Recesso possono esercitare il Diritto di Recesso, rispetto a tutte o parte delle azioni ordinarie Cerved detenute, inviando una comunicazione a mezzo raccomandata a/r alla sede legale di Cerved entro e non oltre i quindici giorni successivi alla data di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano della deliberazione di approvazione della Fusione che dovesse essere assunta dall'assemblea straordinaria degli azionisti di Cerved.

La notizia dell'avvenuta iscrizione della predetta deliberazione sarà pubblicata sul quotidiano italiano "Il Giornale" e sul sito internet di Cerved www.company.cerved.com.

La titolarità delle azioni ordinarie Cerved per le quali sia esercitato il Diritto di Recesso (le "**Azioni Oggetto di Recesso**") dovrà risultare senza soluzione di continuità a far tempo dalla data dell'assemblea straordinaria di Cerved, convocata per il giorno 14 gennaio 2022 per deliberare in merito alla Fusione e sino alla data in cui il Diritto di Recesso venga esercitato.

- C.** Il Diritto di Recesso, legittimamente esercitato, sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della Fusione, fermo restando che ai soci che eserciteranno il Diritto di Recesso sarà corrisposto il

Valore di Liquidazione (come *infra* definito) delle Azioni Oggetto di Recesso a far tempo dalla Data di Efficacia.

Termini e modalità dell'offerta in opzione e in prelazione, ai sensi dell'art. 2437-*quater* del codice civile, delle Azioni Oggetto di Recesso agli azionisti di Cerved, saranno comunicati con apposito comunicato stampa diffuso tramite il sistema E-Market SDIR e pubblicato sul sito internet di Cerved (<https://company.cerved.com/>) e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "eMarket Storage" (<https://www.emarketstorage.com/>).

Il Valore di Liquidazione delle Azioni Oggetto di Recesso deve essere determinato, ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, terzo comma, del codice civile, facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dell'Incorporante chiamata ad approvare la Fusione (il "**Valore di Liquidazione**").

- D.** Ulteriori informazioni circa le modalità ed i termini del rimborso delle Azioni Oggetto di Recesso saranno pubblicate da Cerved con le modalità e nei termini previsti dalle disposizioni di legge e regolamento applicabili. Qualora non sia stipulato l'atto di fusione, le Azioni Oggetto di Recesso continueranno ad essere detenute dagli azionisti di Cerved che hanno esercitato il Diritto di Recesso, non avrà luogo il pagamento in denaro del Valore di Liquidazione e tutte le azioni Cerved (incluse le Azioni Oggetto di Recesso) continueranno ad essere quotate e negoziate sul Mercato Regolamentato fino al completamento della Procedura di *Sell-Out*, a seguito della quale si verificherà il *Delisting*.

2.1.5 Effetti della Fusione sulle garanzie di Castor Bidco e sui contratti di finanziamento

- A.** Si evidenzia che – secondo quanto indicato nella Situazione Patrimoniale dell’Incorporanda, in data 29 ottobre 2021 Castor Bidco ha sottoscritto un accordo per la concessione in pegno di tutte le azioni Cerved possedute, a garanzia delle obbligazioni derivanti dai contratti di finanziamento stipulati da Castor, socio unico di Castor Bidco, relative alla linea di credito concessa per rifinanziare parte dell’indebitamento finanziario di Cerved, nonché alla linea di credito concessa per finanziare le eventuali esigenze di capitale circolante del socio unico Castor e delle sue controllate. In relazione alle medesime obbligazioni, Castor Bidco ha prestato una garanzia personale a favore delle banche creditrici della sua controllante Castor. Alla data del presente Documento Informativo, nessuna delle citate linee di credito è stata utilizzata.
- B.** Per effetto della Fusione, Cerved subentrerà in tutte le attività e passività attualmente in capo a Castor Bidco e, conseguentemente, Cerved diverrà garante delle sole obbligazioni derivanti dai contratti di finanziamento stipulati da Castor di cui al Punto A del precedente Paragrafo 2.1.5, relative alla linea di credito concessa per rifinanziare parte dell’indebitamento finanziario di Cerved nonché alla linea di credito concessa per finanziare le eventuali esigenze di capitale circolante di Castor, socio unico di Castor Bidco e delle sue controllate, ivi inclusa Cerved.
- C.** Si evidenzia che la Fusione non è un’operazione consentita ai sensi del contratto di finanziamento dell’importo di Euro 713 milioni (il “**Contratto di Finanziamento**”), sottoscritto in data 12 maggio 2020 da Cerved, Banca IMI S.p.A., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., Banco BPM S.p.A.; BNP Paribas; BNP Paribas, Italian Branch; Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Milan Branch, Crédit Agricole Italia S.p.A. Intesa Sanpaolo S.p.A.; La Cassa di Ravenna S.p.A.; Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. e UBI Banxa (le “**Banche Finanziatrici**”).
- D.** Inoltre, ai sensi del Contratto di Finanziamento, non sarebbe consentita l’assunzione dell’obbligo di garanzia di cui al precedente Punto B.
- E.** Infine, in caso di *Delisting* – che si prevede interverrà prima dell’attuazione della Fusione - (i) ciascuna Banca Finanziatrice avrà diritto di non effettuare ulteriori erogazioni a valere sulle linee di credito disciplinate dal Contratto di Finanziamento; e (ii) se una o più delle Banche Finanziatrici ne farà richiesta, entro il termine stabilito dal Contratto di Finanziamento, verrà meno l’impegno di tale Banca Finanziatrice ad erogare ulteriori finanziamenti e si determinerà un obbligo di rimborso dell’intero importo del finanziamento già erogato da quella Banca Finanziatrice ai sensi del Contratto di Finanziamento e ancora dovuto alla stessa, oltre ad interessi e commissioni.
- F.** In considerazione delle predette pattuizioni, in data 30 novembre 2021, il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha dato mandato all’Amministratore Delegato di avviare le negoziazioni con le Banche Finanziatrici al fine di ottenere tempestivamente dalla maggioranza qualificata delle Banche Finanziatrici (66,67%) il consenso all’attuazione della Fusione ed all’assunzione dell’obbligo

di garanzia di cui al precedente Punto B, nonché la rinuncia delle Banche Finanziatrici ad attivare i rimedi previsti dal Contratto di Finanziamento in relazione al *Delisting*. Qualora non sia possibile ottenere tempestivamente il predetto consenso e la rinuncia, il Consiglio di Amministrazione valuterà quali iniziative intraprendere e ne darà prontamente informativa al pubblico.

2.1.6 Condizioni dell'Operazione

- A.** Il perfezionamento della Fusione non è subordinato ad alcuna condizione (nemmeno relativa al numero massimo di Azioni Oggetto di Recesso) ulteriore rispetto all'approvazione del Progetto di Fusione e della Fusione da parte delle assemblee straordinarie delle Società Partecipanti alla Fusione).
- B.** Fermo quanto precede, alla data del presente Documento Informativo OPC, si prevede che la stipula dell'atto di fusione possa avvenire entro il primo semestre del 2022, e che la Fusione sarà attuata ad esito del completamento della Procedura di *Sell-Out*, e quindi dopo che sarà intervenuto il *Delisting*.

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della portata degli interessi di tali parti nella Fusione

- A.** Alla data del presente Documento Informativo OPC, Cerved è soggetta al controllo di diritto, ai sensi degli artt. 2359 del codice civile e dell'articolo 93 TUF, da parte di Castor Bidco, la quale detiene il 91,155% del capitale sociale di Cerved.

La correlazione tra le Società Partecipanti alla Fusione deriva, pertanto, dal rapporto di controllo esistente tra le stesse ai sensi degli artt. 2359 del codice civile e 93 TUF nonché dal fatto che il dott. Luca Peyrano, amministratore di Cerved, ricopre l'incarico di amministratore unico di Castor Bidco. Gli ulteriori rapporti rilevanti tra le Società Partecipanti alla Fusione sono riportati nel precedente Paragrafo 1.1.

- B.** Alla luce delle considerazioni di cui al precedente Punto A, il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha applicato la procedura per operazioni con parti correlate di *maggior rilevanza*, secondo i criteri di cui all'Allegato 3, paragrafo 1.1., del Regolamento OPC e dall'articolo 7 della Procedura OPC.
- C.** Il Comitato Parti Correlate, ai sensi dell'articolo 8, primo comma, del Regolamento OPC, è stato coinvolto nella fase delle trattative e dell'istruttoria, attraverso un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, che ha consentito allo stesso Comitato Parti Correlate di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere. I flussi informativi hanno riguardato, tra l'altro, i principali termini e condizioni della Fusione, la tempistica prevista per la sua realizzazione, il procedimento valutativo proposto, le motivazioni sottostanti la Fusione medesima, nonché gli eventuali rischi per Cerved.

In questo contesto, il Comitato Parti Correlate ha esercitato il proprio diritto di chiedere informazioni e formulare osservazioni, ricevendo pronto riscontro alle proprie richieste ed osservazioni da parte del *management* coinvolto nelle attività propedeutiche alla Fusione.

Per ulteriori informazioni, si rinvia al Parere del Comitato Parti Correlate accluso al presente Documento Informativo OPC *sub* Allegato 1.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza della Fusione per Cerved

A. Come anticipato nel Punto B della Premessa, la Fusione è volta a conseguire i benefici di seguito precisati:

- ✓ il rafforzamento patrimoniale e finanziario della “*combined entity*”;
- ✓ maggiore flessibilità gestionale e organizzativa nonché l’opportunità, per Cerved, di concentrarsi sullo sviluppo e sull’innovazione dei prodotti e dei servizi con un’ottica di lungo periodo;
- ✓ razionalizzazione e semplificazione della catena di controllo;

Come indicato nel Progetto di Fusione, la Fusione è altresì volta a permettere a Cerved di sfruttare l’esperienza e le competenze di sviluppo tecnologico e di prodotto che il gruppo ION, cui appartiene l’Incorporanda, ha maturato a livello globale negli ultimi 20 anni nei settori del *financial technology, software automation, data & analytics*. Come già dichiarato da Castor Bidco al mercato in occasione dell’Offerta, le priorità strategiche ed operative sono:

- ✓ l’accelerazione del processo di crescita, facendo leva sulle risorse e capacità di *digital transformation* per migliorare i processi operativi interni ed i servizi erogati ai clienti;
- ✓ lo sfruttamento delle potenzialità offerte dal mondo *Data & Analytics*, per espandere lo sviluppo di nuovi prodotti e nuove funzionalità;
- ✓ l’ottimizzazione della flessibilità operativa e commerciale, attraverso l’accelerazione dello sviluppo internazionale, consentendo di portare sul mercato nuovi prodotti e fornendo l’opportunità di allargare la gamma dei servizi venduti in Italia e all’estero.

2.4 Modalità di determinazione del Rapporto di Cambio

2.4.1. Il processo di determinazione del Rapporto di Cambio e gli advisor finanziari

A. La Fusione è stata oggetto di attenta considerazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Cerved e dell’Amministratore Unico di Castor Bidco e particolare attenzione è stata prestata alla determinazione del Rapporto di Cambio. Ai fini della definizione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Cerved si è avvalso della consulenza degli *Advisor* Finanziari Cerved, il cui incarico prevedeva l’emissione del Parere sul Rapporto di Cambio, e l’Amministratore Unico di Castor Bidco si è avvalso della consulenza dell’*Advisor* Finanziario Castor Bidco.

B. Gli *Advisor* Finanziari Cerved e l'*Advisor* Finanziario Castor Bidco hanno rappresentato i propri rapporti con Cerved, Castor Bidco e le società del gruppo facente capo a Castor Bidco e hanno ritenuto di poter prestare l'attività richiesta nel contesto della Fusione con autonomia e indipendenza. In particolare, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno dichiarato all'atto della propria nomina di non avere relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con Castor Bidco, le società da questa controllate (ivi inclusa Cerved), i soggetti che la controllano, le società sottoposte a comune controllo nonché gli amministratori delle predette società. All'atto dell'assunzione dell'incarico, inoltre, gli *Advisor* Finanziari Cerved e l'*Advisor* Finanziario Castor Bidco si sono impegnati ad applicare presidi organizzativi idonei a garantire la riservatezza delle informazioni e a identificare, monitorare e gestire potenziali conflitti di interesse.

Il Comitato Parti Correlate, tenuto conto che la Fusione costituisce per Cerved un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza", ha deciso di avvalersi, ai fini delle proprie analisi e determinazioni, del supporto dell'*Advisor* Finanziario Comitato OPC, nonché del consulente legale indipendente, Studio Gatti Pavesi Bianchi Ludovici. Al riguardo si precisa che il Comitato Parti Correlate ha verificato l'indipendenza dei predetti soggetti acquisendo le opportune dichiarazioni di indipendenza e di assenza di conflitti di interesse in relazione all'Operazione.

C. Con riferimento a Cerved, il Consiglio di Amministrazione e il Comitato Parti Correlate di Cerved hanno nominato gli *Advisor* Finanziari Cerved e l'*Advisor* Finanziario Comitato OPC in virtù dei loro requisiti di comprovata capacità, professionalità ed esperienza in questo genere di operazioni, ritenendoli idonei allo svolgimento dell'incarico e a supportare l'Incorporanda nelle determinazioni relative alla valutazione della congruità del Rapporto di Cambio e della convenienza e correttezza della Fusione.

D. Per quanto attiene all'*Advisor* Finanziario Comitato OPC, il mandato conferito prevede l'assistenza al Comitato Parti Correlate, in qualità di *advisor* finanziario, in relazione alla Fusione. In particolare, il mandato prevede, in particolare, l'assistenza ai fini dello svolgimento delle seguenti attività (ove richiesto):

- ✓ assistenza ai membri del Comitato Parti Correlate in relazione all'analisi da un punto di vista finanziario dell'Operazione e
- ✓ presentazione al Comitato Parti Correlate delle analisi finanziarie effettuate in relazione all'Operazione;
- ✓ rilascio di un parere (*fairness opinion*) in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti della Società del Rapporto di Cambio in relazione alla Fusione; e
- ✓ assistenza in ogni ulteriore attività strettamente connessa all'Operazione, per la parte di competenza del medesimo *Advisor* Finanziario Comitato OPC, che dovesse emergere nel corso dell'incarico.

- E.** Ad esito delle analisi svolte, il Comitato Parti Correlate, tenuto conto, tra l'altro, delle risultanze valutative cui è addivenuto l'*Advisor* Finanziario Comitato OPC, ed in particolare della *fairness opinion* rilasciata dallo stesso sulla congruità del Rapporto di Cambio, in data 9 dicembre 2021, ha espresso il Parere del Comitato Parti Correlate, che è stato immediatamente trasmesso al Consiglio di Amministrazione di Cerved.

In data 9 dicembre 2021, il Consiglio di Amministrazione di Cerved e l'Amministratore Unico di Castor Bidco, e, per quanto riguarda Cerved, preso atto del Parere del Comitato Parti Correlate, che ha operato in conformità al Regolamento OPC ed alla Procedura OPC, hanno approvato, sulla base delle Situazioni Patrimoniali, il Rapporto di Cambio.

- F.** La *fairness opinion* dell'*Advisor* Finanziario Comitato OPC in versione integrale è allegata al presente Documento Informativo OPC *sub* Allegato 1 e il Parere sul Rapporto di Cambio in versione integrale è allegato al presente Documento Informativo OPC *sub* Allegato 2. Le informazioni contenute all'interno dell'Allegato 1 e dell'Allegato 2 al presente Documento Informativo OPC sono state riprodotte coerentemente con il contenuto rispettivamente della *fairness opinion* dell'*Advisor* Finanziario OPC e con il Parere sul Rapporto di Cambio.

2.4.2. Documentazione utilizzata

- A.** A supporto della determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Cerved e gli *Advisor* Finanziari Cerved in aggiunta alle Situazioni Patrimoniali, hanno esaminato, tra l'altro, i seguenti documenti e fonti:
- ✓ il comunicato stampa emesso da Castor Bidco (e diffuso da Cerved) datato 16 novembre 2021, col quale l'Incorporante ha annunciato il superamento della soglia del 90% del capitale dell'Incorporanda (il “**Comunicato di Superamento 90%**”);
 - ✓ il bilancio d'esercizio e consolidato di Cerved al 31 dicembre 2020, nonché le relazioni finanziarie infrannuali di Cerved al 31 marzo 2021, al 30 giugno 2021 e al 30 settembre 2021;
 - ✓ il Comunicato relativo ai risultati dell'OPA emesso da Castor Bidco in data 14 settembre 2021;
 - ✓ il Comunicato di Cerved pubblicato in data 15 luglio 2021, nonché i Comunicati di aggiornamento datati rispettivamente 5 agosto 2021 e 29 agosto 2021;
 - ✓ il Documento di Offerta (come sopra definito) recante data 8 luglio 2021;
 - ✓ il documento intitolato “Group Strategic Plan 2021-2023” datato 25 marzo 2021 (il “**Piano Economico-Finanziario**”);
 - ✓ i dati economico-finanziari e di mercato, tratti da Bloomberg alla data di riferimento del Parere sul Rapporto di Cambio (come *infra* definito), del campione costituito dalle seguenti aziende:
 - Experian PLC;

- Equifax Inc.;
 - TransUnion LLC;
 - Fair Isaac Corporation;
 - Dun & Bradstreet Holdings, Inc.;
 - Tinexta S.p.A.; e
- ✓ altre informazioni pubblicamente disponibili, ritenute rilevanti ai fini delle analisi volte alla definizione del Rapporto di Cambio.
- B.** Ulteriori approfondimenti sono stati svolti dagli *Advisor* Finanziari Cerved, con il *management* delle Società Partecipanti alla Fusione, con lo scopo di ottenere chiarimenti in relazione all'attività delle Società Partecipanti alla Fusione, alle proiezioni economiche finanziarie ed alle principali assunzioni poste a fondamento di queste ultime.
- C.** Il Consiglio di Amministrazione di Cerved, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e del numero di azioni di Cerved da assegnare all'unico socio di Castor Bidco ad esito della Fusione, si è avvalso del supporto degli *Advisor* Finanziari Cerved, che hanno altresì predisposto il Parere sul Rapporto di Cambio.
- D.** Al fine del Parere sul Rapporto di Cambio, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno precisato che, dalla data di riferimento delle situazioni patrimoniali di Cerved e Castor Bidco – per quanto a conoscenza degli stessi *Advisor* Finanziari Cerved e tenuto conto degli acquisti di azioni Cerved effettuati da Castor Bidco fino al 19 novembre 2021 – non sono intervenuti eventi, circostanze o accadimenti tali da incidere sulla valutazione di Cerved e Castor Bidco e, dunque, sul Rapporto di Cambio.

2.4.3. Limiti del Parere sul Rapporto di Cambio e assunzioni

Nel Parere sul Rapporto di Cambio è precisato che il medesimo Parere sul Rapporto di Cambio deve essere letto e interpretato alla luce dei limiti e delle assunzioni che seguono:

- ✓ il Parere sul Rapporto di Cambio: (i) è stato redatto a uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Cerved con la finalità e l'oggetto ivi indicati; e (ii) i risultati in esso espressi derivano da scelte di ordine metodologico e da modalità tecnico-applicative di calcolo dei parametri di riferimento coerenti con l'oggetto e le finalità del Parere sul Rapporto di Cambio: ne deriva che tali risultati non possono – né potranno – essere utilizzati per finalità diverse rispetto a quella dichiarata.;
- ✓ il Parere sul Rapporto di Cambio è stato redatto facendo pieno e totale affidamento sulle informazioni e sui documenti che sono stati trasmessi da Cerved e da Castor Bidco. I dati e le informazioni contenuti in tali documenti sono stati utilizzati dagli *Advisor* Finanziari Cerved facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza, nonché, per quanto

riguarda i documenti di previsione, sulla ragionevolezza e credibilità aziendale delle proiezioni. Nessuna verifica indipendente, come espressamente previsto nell'incarico affidato agli *Advisor Finanziari Cerved*, è stata effettuata sui documenti e sulle informazioni ricevuti nei diversi aspetti di veridicità, accuratezza, completezza, ragionevolezza e credibilità. Ciò vale, a titolo esemplificativo, per i bilanci e le Situazioni Patrimoniali. In particolare, il Piano Economico-Finanziario è stato assunto nella configurazione e nell'articolazione che sono state rappresentate senza alcuna verifica indipendente, sul presupposto che esso sia stato elaborato nel rispetto delle migliori informazioni disponibili, rifletta azioni concretamente implementabili nell'orizzonte considerato e sia stato costruito sulla base di assunzioni e secondo criteri, metriche e parametri attendibili, ragionevoli e documentati, nel rispetto delle linee di programmazione che caratterizzano l'attività di Cerved. Parimenti la Situazione Patrimoniale di Fusione di Castor Bidco è stata assunta dagli *Advisor Finanziari Cerved* come tale, senza verifiche, controlli né procedure di revisione di alcun tipo o natura intese ad appurarne la correttezza e l'attendibilità;

- ✓ le elaborazioni numeriche di cui si dà conto nel Parere sul Rapporto di Cambio sono state effettuate dagli *Advisor Finanziari Cerved* sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. Nulla di quanto esposto dagli *Advisor Finanziari Cerved* nel Parere sul Rapporto di Cambio può essere interpretato come una garanzia o un'opinione sui futuri andamenti di Cerved. È possibile il verificarsi di eventi successivi alla data del rilascio del Parere sul Rapporto di Cambio atti a incidere sul suo contenuto;
- ✓ ai fini del Parere sul Rapporto di Cambio sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della perdurante volatilità dei mercati;
- ✓ si è assunto che siano state messe a disposizione tutte le informazioni necessarie e/o opportune al fine di elaborare e rendere il Parere sul Rapporto di Cambio e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza degli *Advisor Finanziari Cerved* che potrebbero rendere o avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere sul Rapporto di Cambio non veritiere, non complete, non accurate o fuorvianti;
- ✓ le società comparabili evidenziano, rispetto a Cerved, differenze non marginali inerenti, in particolare, il profilo dimensionale e la gamma di attività svolte. Pertanto, alla luce delle caratteristiche specifiche che caratterizzano ciascuna realtà, la comparabilità ricercata dagli *Advisor Finanziari Cerved* non può che essere parziale; e
- ✓ il Parere sul Rapporto di Cambio si basa sull'assunzione che nessun azionista eserciti il Diritto di Recesso.

2.4.4. Obiettivo della valutazione e metodologie

- A.** L'obiettivo del Parere sul Rapporto di Cambio è stato la determinazione dei valori relativi dei capitali economici di Cerved e Castor Bidco tramite valutazioni basate sui fondamentali e su metodi di mercato con la finalità di determinare il Rapporto di Cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni dell'Incorporanda ed il numero delle azioni che l'Incorporante assegnerà ai soci dell'Incorporanda.
- B.** Il Consiglio di Amministrazione di Cerved si è avvalso degli *Advisor* Finanziari Cerved ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio ed ha pienamente condiviso i metodi di valutazione adottati dagli *Advisor* Finanziari Cerved, le elaborazioni numeriche e le conclusioni in ordine ai valori economici attribuiti ai capitali delle Società Partecipanti alla Fusione alle quali sono pervenuti gli *Advisor* Finanziari Cerved, ha preso atto dei contenuti del Parere sul Rapporto di Cambio e li ha fatti integralmente propri. Conseguentemente, nel seguito sono esposte le considerazioni formulate dagli *Advisor* Finanziari Cerved nel Parere sul Rapporto di Cambio.
- C.** In via preliminare, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno formulato alcune considerazioni sulla natura del processo valutativo, richiamando i principi di riferimento che guidano la stima del rapporto di cambio in un'operazione di fusione, in relazione ai quali, in particolare, hanno tenuto conto, negli aspetti ritenuti rilevanti, delle indicazioni che si traggono dai Principi Italiani di Valutazione ("PIV"), emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione in quanto, come è noto, i PIV codificano la *best practice* e costituiscono un punto di riferimento nella pratica professionale.
- D.** Ad avviso degli *Advisor* Finanziari Cerved, i principi cardine che guidano le valutazioni indirizzate alla stima del rapporto di cambio di una fusione possono in sintesi riassumersi come segue:
- ✓ le valutazioni a fini di fusione hanno l'obiettivo di determinare il rapporto di cambio in base al quale le azioni dell'incorporanda devono essere "scambiate" con quelle dell'incorporante: tale rapporto deve essere congruo, nel profilo finanziario, per le diverse classi di azionisti dell'una e dell'altra società. Atteso che la fusione, sul piano sostanziale, si traduce per gli azionisti delle società interessate in un'operazione di scambio, le valutazioni di fusione devono sempre condurre alla determinazione di valori di scambio;
 - ✓ nelle valutazioni di fusione è necessario garantire omogeneità sia nelle configurazioni di valore, sia nello sviluppo dei metodi di valutazione. Il riferimento a metodi di valutazione omogenei non si traduce di necessità nell'applicazione degli stessi metodi nella stima dei valori economici delle società partecipanti all'operazione, ma nell'utilizzo di un medesimo approccio nell'apprezzare le fonti di reddito e i profili di rischio ai quali è soggetta la loro gestione;
 - ✓ ai fini della determinazione del rapporto di cambio, l'unità di valutazione è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società interessate dall'operazione. La stima dei valori economici delle società nel loro complesso non identifica l'oggetto della valutazione: tale stima traduce, piuttosto, il passaggio propedeutico alla determinazione dei valori delle azioni che compongono

il capitale delle società interessate dalla fusione, i quali rappresentano i “valori di scambio” dell’operazione;

- ✓ il fatto che l’unità di valutazione sia costituita dalle azioni che compongono il capitale sociale delle singole società – e non, invece, dalle aziende nel loro complesso – assume rilevanza nel caso di fusione fra una società quotata e una società non quotata, atteso che in tale circostanza i PIV precisano che “... è necessario considerare il diverso grado di liquidità dei singoli titoli?” (PIV, § IV.4.1., p. 310);
- ✓ le valutazioni di fusione non si possono fondare su criteri meramente comparativi (o relativi), ma devono sempre giungere alla valutazione assoluta e separata delle due società; nella stima dei valori assoluti delle società interessate dall’operazione devono essere determinati valori in atto e non valori potenziali, che riflettono ipotesi di miglioramento della gestione in funzione di scelte e decisioni aziendali che non hanno trovato alcuna declinazione operativa e di cui non vi è ancora traduzione nei documenti di programmazione formalizzata;
- ✓ nel caso di fusioni tra soggetti non indipendenti, come accade nella fattispecie in esame in cui Castor Bidco detiene oltre il 90% del capitale sociale di Cerved, le valutazioni assolvono, in ultima istanza, a una funzione di garanzia: il rapporto di concambio deve assicurare alle diverse classi di azionisti e, in particolare, alle minoranze delle società interessate dall’operazione che non vi siano travasi o trasferimenti di ricchezza;
- ✓ la valutazione delle società, che costituisce, come si è osservato, il passaggio propedeutico alla stima dei valori economici delle singole azioni – le quali rappresentano l’unità di valutazione nell’ambito di una fusione –, viene effettuata nella prassi su basi *stand alone*, senza considerare le sinergie che scaturiranno dalla fusione, avuto riguardo al presupposto che alle sinergie parteciperanno i soci delle due società in funzione del valore a cui rinunciano;
- ✓ qualora i metodi di valutazione utilizzati implicino il riferimento al “mercato” è necessario considerare i prezzi *ante* annuncio della operazione di integrazione.

Le stime degli *Advisor* Finanziari Cerved, pertanto, sono state svolte nel quadro delle linee metodologiche che si sono richiamate.

E. Una volta delineato l’impianto valutativo, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno preso in considerazione le seguenti circostanze di fatto, che definiscono il contesto nel quale si colloca la Fusione. In particolare, le circostanze rilevanti, destinate – ad avviso degli *Advisor* Finanziari Cerved - ad influire sulla stima del rapporto di cambio, sono le seguenti:

- (i) Castor Bidco detiene oltre il 90% del capitale di Cerved e pertanto la Fusione è realizzata tra soggetti non indipendenti;

- (ii) Castor Bidco, titolare alla data del 19 novembre 2021 del 90,75%¹ del capitale di Cerved, ha comunicato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 108, comma 2, del TUF e dell'art. 50 del Regolamento Emittenti “*che non intende procedere al ripristino di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie Cerved*” (Comunicato di Superamento 90%). A motivo della decisione di non ripristinare il flottante, Castor Bidco è soggetta alla Procedura di *Sell-Out*. Come è noto, una volta conclusa la Procedura di *Sell-Out* – quale che sia il suo esito – le azioni Cerved non saranno più quotate. In definitiva, le azioni Cerved sono destinate a “trasformarsi” in titoli non quotati. Si può quindi concludere che la Fusione si configura quale operazione tra due società non quotate, i cui titoli, dunque, hanno il medesimo grado di liquidità:
- (iii) nel mese di settembre 2021 si è conclusa l'Offerta: vi è dunque una transazione rilevante, da poco conclusasi, avente per oggetto Cerved, per effetto della quale si è formato un prezzo di mercato, nel quadro di una procedura di offerta vigilata e regolamentata, che ha coinvolto l'intero azionariato di Cerved e, ad esito della quale, tenuto altresì conto degli acquisti successivamente effettuati a un prezzo non superiore al prezzo dell'Offerta, Bidco ha acquisito oltre il 90% del capitale di Cerved.
- F.** Nel quadro in precedenza delineato, quale configurazione di valore nella stima del concambio azionario, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno privilegiato il Valore di Mercato. Il concambio azionario è stato determinato in funzione dei risultati restituiti da modelli di stima intesi a misurare i valori di mercato dell'azione Cerved e dell'azione Castor Bidco. Il Valore di Mercato “... di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)” (PIV, § I.6.3.).
- G.** La stima dei valori di mercato dell'azione Cerved e dell'azione Castor Bidco è stata effettuata dagli *Advisor* Finanziari Cerved in base ai metodi di seguito illustrati.
- H.** Per quanto riguarda Cerved, si è considerato come fondamentale riferimento valutativo il prezzo corrisposto agli azionisti che hanno aderito all'Offerta (il “**Prezzo OPA**”). Il Prezzo OPA ha costituito oggetto di una verifica di congruità effettuata con il metodo DCF. Dopo aver appurato, nell'interlocuzione con le strutture di Cerved, che i risultati della gestione corrente sono allineati alle previsioni formalizzate nel Piano Economico-Finanziario, la verifica è stata effettuata su due livelli: (i) in primo luogo, si è sviluppato un autonomo modello di stima; per tale via si è calcolato il valore economico di Cerved da cui è stato derivato il valore della singola azione; (ii) in secondo luogo, sono stati esaminati gli intervalli di valore per azione restituiti dai DCF sviluppati dagli *Advisor* Finanziari dell'Offerta (come definiti di seguito) ai fini delle *fairness opinion* rilasciate al Consiglio di

¹ Tale valore non tiene conto degli acquisti fatti in data 19 novembre e comunicati in data 20 novembre (pari allo 0,02%).

Amministrazione di Cerved, a supporto del giudizio richiesto dall'art. 103 del TUF, sulla congruità del Prezzo OPA.

Da ultimo, con riguardo a Cerved, in presenza di un prezzo negoziato, che ha riguardato un'aliquota ampia del capitale dell'Incorporante e che costituisce il determinante riferimento di "mercato", si è ritenuto irrilevante l'utilizzo di multipli di borsa o di transazioni comparabili.

In una graduazione dei metodi di valutazione, il riferimento di mercato costituito dal Prezzo OPA riconduce al metodo principale. Il DCF si configura quale metodo di controllo.

- I. Per quanto concerne Castor Bidco, la stima del Valore di Mercato dell'azione ha richiesto dapprima il calcolo del valore economico dell'Incorporanda da cui è stato poi derivato il valore dell'azione.

Nella determinazione del valore economico di Castor Bidco, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno considerato che l'Incorporanda è un veicolo di puro investimento che presenta quale *asset* fondamentale la partecipazione in Cerved, e la cui struttura finanziaria è per intero *equity*.

La valutazione di Castor Bidco, avuto riguardo alla sua natura di *holding*, è stata effettuata dagli *Advisor* Finanziari Cerved con il metodo patrimoniale semplice, in base al quale il valore economico di un'azienda è pari al suo patrimonio netto rettificato, ottenuto ri-esprimendo le attività e le passività in funzione dei rispettivi valori correnti. Sul piano tecnico, il metodo patrimoniale trova applicazione muovendo dal patrimonio netto contabile che risulta dalla situazione di riferimento alla data della stima, rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi. In tale quadro, il valore economico di Cerved, determinato in base al Prezzo OPA, è stato ricondotto a Castor Bidco per "trasparenza", considerando l'interessenza azionaria detenuta da Castor Bidco stessa in Cerved.

Avuto riguardo alla già richiamata natura di Castor Bidco quale società *holding*, il metodo patrimoniale semplice ha costituito l'unico riferimento valutativo; non si è posta l'esigenza di individuare un metodo di controllo.

Da ultimo, atteso che nelle valutazioni di fusione l'unità di stima è costituita dalle azioni, dal valore economico di Castor Bidco determinato con il metodo patrimoniale semplice è stato derivato il Valore di Mercato dell'azione Castor Bidco.

La tabella che segue sintetizza i metodi di stima utilizzati dagli *Advisor* Finanziari Cerved nella valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione.

Società	Metodi di valutazione
Cerved	Prezzo OPA <i>Discounted Cash Flow Unlevered</i>
Castor Bidco	Metodo patrimoniale semplice

2.4.5. Descrizione dei risultati ottenuti dall'applicazione delle metodologie adottate

(i) Il valore economico di Cerved

Premessa

- A.** Come anticipato nel Punto E del precedente Paragrafo 2.4.4 H, la stima del valore economico di Cerved è stata effettuata in base al Prezzo OPA; la congruità del Prezzo OPA è stata verificata sia in base a un autonomo esercizio valutativo sviluppato secondo il metodo DFC, sia in base a un autonomo esercizio valutativo sviluppato secondo il metodo DCF, sia alla luce del contenuto delle *fairness opinion* rilasciate da primarie banche di affari al Consiglio di Amministrazione di Cerved chiamato a esprimere un il proprio parere in ordine al prezzo offerto ai fini del comunicato dell'emittente di cui all'art. 103 del TUF (gli “**Advisor Finanziari OPA**”). Di seguito si illustrano le ragioni per le quali il Prezzo OPA, ad avviso degli *Advisor Finanziari Cerved*, costituisce il fondamentale riferimento valutativo ai fini della stima del rapporto di cambio e si dà atto dei risultati della verifica di congruità svolta con il metodo DCF.
- B.** In data 8 luglio 2021 è stato pubblicato il Documento di Offerta, nel quale sono descritti termini e condizioni dell'Offerta, che ha avuto ad oggetto tutte le n. 195.274.979 azioni di Cerved quotate sul Mercato Regolamentato (ivi incluse le azioni proprie).

Gli *Advisor Finanziari Cerved* hanno osservato, ai fini di quanto rileva per il Parere sul Rapporto di Cambio, che l'Offerta:

- ✓ è stata indirizzata alla totalità dei titolari delle azioni Cerved, indistintamente e a parità di condizioni;
- ✓ è stata promossa ai sensi della disciplina disegnata dal TUF e dal Regolamento Emittenti: si è trattato pertanto di un'operazione svoltasi all'interno di una cornice normativa definita;
- ✓ è stata sottoposta al vaglio e al controllo delle Autorità di controllo e, in particolare, della Consob;
- ✓ è stata accompagnata da un complesso e articolato sistema informativo, imperniato sul Documento di Offerta e sui comunicati emessi sia da Cerved sia da Castor Bidco: è stato, pertanto, assicurato il massimo livello di trasparenza e di informazione agli azionisti di Cerved, onde consentire loro una consapevole decisione di disinvestimento.

Il Prezzo OPA, inizialmente definito in Euro 9,50 per azione, è stato successivamente rideterminato in Euro 10,20 per azione.

In data 14 settembre 2021, Castor Bidco ha emesso un comunicato sui risultati dell'OPA nel quale Castor Bidco ha annunciato di detenere complessivamente l'80% del capitale di Cerved e che il corrispettivo per l'OPA era dunque pari a Euro 10,20 per azione. Al 19 novembre 2021, per effetto

degli acquisti intervenuti dopo tale comunicato, Castor Bidco deteneva il 90,75%² del capitale di Cerved.

- C. Ad avviso degli *Advisor* Finanziari Cerved, il Valore di Mercato di un *asset*, che rappresenta la configurazione di valore utilizzata nella stima del Rapporto di Cambio, esprime “... il prezzo al quale verosimilmente [un’attività] potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)” (PIV, § I.6.3.; sottolineatura aggiunta).

I valori di fusione sono valori di scambio. I Valori di Mercato delle azioni destinate a essere concambiate esprimono il metro rispetto al quale valutare la posizione “relativa” degli azionisti delle società interessate dall’operazione.

In quest’ottica, ad avviso degli *Advisor* Finanziari, il Prezzo OPA è la più attendibile misura del Valore di Mercato dell’azione Cerved per plurime ragioni:

- ✓ si è formato in una transazione tra parti totalmente indipendenti;
 - ✓ l’Offerta si è chiusa il 9 settembre 2021, in un momento, dunque, prossimo alla data del 31 ottobre 2021, data di riferimento del Parere sul Rapporto di Cambio;
 - ✓ non sono intervenuti – per quanto a conoscenza degli *Advisor* Finanziari Cerved - fatti di rilievo tra la data di chiusura dell’Offerta e la data di riferimento del Parere sul Rapporto di Cambio la valutazione tali da incidere sul valore economico di Cerved;
 - ✓ l’Incorporanda, all’avvio dell’Offerta, non deteneva alcuna partecipazione in Cerved; ne deriva che la partecipazione del 90,75% del capitale di Cerved che Castor Bidco ha acquisito a valle dell’Offerta (e tenuto altresì conto degli acquisti successivi alla chiusura del periodo di adesione all’Offerta) è per intero la risultante di una transazione di mercato, con azionisti venditori che hanno giudicato congruo il prezzo loro proposto;
 - ✓ gli azionisti di Cerved a cui l’Offerta è stata indirizzata hanno avuto a disposizione un ampio *set* informativo, sì che è pacifico che essi abbiano potuto operare in modo informato;
 - ✓ il periodo di adesione all’Offerta è stato conforme alla prassi di mercato ed è, pertanto, parimenti pacifico che, nell’arco temporale definito dal periodo di adesione, gli azionisti di Cerved abbiano potuto effettuare senza particolari pressioni le proprie valutazioni;
 - ✓ è stato validato, nella sua congruità, dal Consiglio di Amministrazione di Cerved, anche sulla base delle *fairness opinion* rese dagli *Advisor* Finanziari OPA.
- D. Alla luce di tali elementi riportati, secondo gli *Advisor* Finanziari Cerved, non può esservi alcun dubbio che il Prezzo OPA, pari a Euro 10,20 per azione Cerved, esprima, dal punto di vista economico-

² Tale valore non tiene conto degli acquisti fatti in data 19 novembre e comunicati in data 20 novembre (pari allo 0,02%).

finanziario, la miglior misura del Valore di Mercato dell'azione Cerved. Come tale esso costituisce il fondamentale riferimento valutativo del Parere sul Rapporto di Cambio.

Il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha condiviso tali valutazioni degli *Advisor* Finanziari, Cerved ritenendo quindi che il Prezzo OPA sia la più attendibile misura del valore di mercato dell'azione Cerved.

A una valutazione di Euro 10,20 per azione, corrisponde un *equity value* di Cerved di Euro 1.991,8 milioni.

II DCF

- E.** Come anticipato, la congruità del Prezzo OPA è stata verificata in base a un autonomo esercizio valutativo sviluppato secondo il metodo DFC.

Gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno eseguito un'analisi finalizzata a calcolare il valore attuale dei flussi di cassa operativi contenuti nel Piano Economico - Finanziario.

Il metodo finanziario *unlevered* è formalizzato nel seguente algoritmo:

$$W = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - NFP + OI$$

dove:

- ✓ FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) = flussi di cassa operativi generati dall'azienda al netto dell'effetto fiscale, tenuto conto degli investimenti in capitale fisso e circolante;
 - ✓ WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) = costo medio ponderato del capitale;
 - ✓ n = periodo di previsione esplicita (2021-2025);
 - ✓ TV (*Terminal Value*) = valore terminale; FCFF a regime / (WACC - g);
 - ✓ g = tasso di crescita a lungo termine;
 - ✓ NFP (*Net Financial Position*) = posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione;
 - ✓ OI (*Other Items*) = valore corrente del debito per trattamento di fine rapporto, delle interessenze di minoranza e delle partecipazioni non consolidate detenute da Cerved in altre società.
- F.** Di seguito si illustrano, nei loro lineamenti essenziali, le soluzioni adottate dagli *Advisor* Finanziari Cerved nella stima dei diversi parametri del metodo in esame.

I flussi di cassa operativi attesi sono stati determinati per il periodo 2021-2025 a partire dalle grandezze economico-finanziarie prospettiche riferite al triennio 2021-2023 riportate nel Piano Economico-Finanziario; il Piano Economico-Finanziario è stato esteso al biennio 2024-2025, con un progressivo allineamento dell'andamento delle grandezze al tasso di crescita a lungo termine, secondo una soluzione tecnica di diffuso utilizzo nella prassi professionale.

Il Piano Economico-Finanziario non ha costituito oggetto di una verifica indipendente intesa ad esaminarne i presupposti strategici, l'attendibilità e la coerenza, ma agli *Advisor* Finanziari Cerved è stato riferito, nel contesto dell'interlocuzione con il *management*, che il *current trading* è allineato alle previsioni contenute nel Piano Economico-Finanziario.

- G.** Per quanto riguarda la stima del flusso operativo a regime, funzionale al calcolo del valore terminale, si è assunto come riferimento l'ultimo anno del periodo di programmazione (2025) e si è proceduto alla normalizzazione degli investimenti, tenuto conto del tasso di crescita a lungo termine incorporato nel modello valutativo. Il flusso a regime è stato determinato in Euro 181,7 milioni.
- H.** La stima del costo medio ponderato del capitale è stata effettuata sulla base dei seguenti parametri:
- ✓ r_f (risk-free rate) = 0,74%, assunto pari alla media trimestrale (agosto 2021 - ottobre 2021) dei tassi di rendimento dei titoli di Stato italiani con scadenza decennale (fonte: FactSet);
 - ✓ coefficiente beta = 1,04x, calcolato sulla base della mediana dei coefficienti beta unlevered, stimati sulla base delle rilevazioni settimanali degli ultimi 5 anni (31/10/2016 - 31/10/2021 con la correzione di Blume, relativi a un campione di società quotate comparabili, in funzione del rapporto mediano D/E di mercato (fonte: Bloomberg);
 - ✓ ERP (*Equity Risk Premium*) = 6,00%, pari al livello medio del premio per il rischio di mercato rilevato nel 2021 per l'Italia nell'indagine condotta dal prof. Pablo Fernández (fonte: Fernández et al., “*Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 88 countries in 2021*”);
 - ✓ r_s (size premium) = 1,37%, maggiorazione parametrata al premio per il rischio dimensionale, in funzione della capitalizzazione di mercato di Cerved alla data del 31 ottobre 2021, stimato da Duff & Phelps per le imprese di minore dimensione (fonte: Duff & Phelps, “*Cost of Capital Navigator*” al 31/12/2020);
 - ✓ D/E = 8,85%, percentuale espressiva della struttura finanziaria di mercato determinata come dato mediano dei rapporti D/E al 31 ottobre 2021 delle società quotate comparabili (fonte: Bloomberg);
 - ✓ k_d (costo del capitale di debito) = 2,25%, parametro determinato in base alle indicazioni fornite dal *management* di Cerved avuto riguardo ai termini e alle condizioni pattuiti con riferimento ai finanziamenti attualmente in essere;
 - ✓ t (aliquota fiscale) = 24,00%, pari all'aliquota fiscale di deducibilità degli interessi passivi.
- I.** La stima del costo medio ponderato del capitale impone alcune precisazioni, contenute nel Parere sul Rapporto di Cambio. In primo luogo, nella costruzione dei parametri di mercato (coefficiente beta e rapporto di indebitamento) si è fatto riferimento a un campione di società quotate operanti nel settore della c.d. *data intelligence*. Ai fini della costruzione del campione, sulla base delle indicazioni fornite dal *management* dell'Incorporante, sono state selezionate le seguenti società:

- ✓ Experian PLC, società britannica che offre servizi di informazione, attiva, nello specifico, nella fornitura di dati e strumenti analitici per la gestione del rischio di credito, la prevenzione delle frodi, il *targeting* delle offerte di marketing e l'automatizzazione del processo decisionale;
- ✓ Equifax Inc., società statunitense operante nella fornitura di soluzioni informative e servizi di *outsourcing* dei processi aziendali delle risorse umane;
- ✓ TransUnion LLC, società statunitense principalmente attiva nella fornitura di informazioni e soluzioni di gestione del rischio. La sua attività si estende, altresì, all'elaborazione e alla fornitura di rapporti sui consumatori, punteggi di rischio, servizi analitici e competenze utili ai fini dei processi decisionali aziendali;
- ✓ Fair Isaac Corporation, società statunitense che offre prodotti e servizi di analisi e gestione dei dati – con particolare riferimento ai servizi di *credit scoring* – che permettono alle imprese di automatizzare e coordinare le decisioni aziendali;
- ✓ Dun & Bradstreet Holdings, Inc., società statunitense attiva nella fornitura di informazioni utili ai fini decisionali e soluzioni di analisi;
- ✓ Tinexta S.p.A., società italiana che si occupa della fornitura di soluzioni e servizi informatici per la dematerializzazione e la digitalizzazione dei processi documentali aventi valore legale.

In secondo luogo, la maggiorazione a titolo di *size premium*, secondo le indicazioni della letteratura finanziaria e della prassi professionale, riflette la diversa dimensione media delle aziende del campione rispetto a Cerved. Essa ha inoltre costituito oggetto di riscontro sia con il test di *impairment* effettuato da Cerved in relazione al bilancio relativo all'esercizio chiuso il 31 dicembre 2020, sia con le *fairness opinion* rilasciate dagli *Advisor* Finanziari OPA. La dimensione numerica del *size premium* attinge alle più recenti indicazioni della letteratura specializzata.

- J. Sulla base dei parametri indicati, il costo medio ponderato del capitale è risultato pari a WACC = 7,81%. Le stime sono state condotte utilizzando un *range* del costo medio ponderato del capitale WACC = 7,56% - 8,06% (con una variazione di 25 b.p. rispetto al valore centrale).

Il tasso di crescita a lungo termine è stato posto pari alla proiezione (2026, ultimo anno disponibile) della variazione dell'indice dei prezzi al consumo prevista dal Fondo Monetario Internazionale per l'Italia (1,39%)³. Le stime sono state condotte utilizzando un *range* del tasso di crescita $g = 1,14\% - 1,64\%$ (con una variazione di 25 b.p. rispetto al valore centrale).

³ International Monetary Fund, "World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures", ottobre 2021, p. 119. Il documento in parola indica una variazione dell'indice dei prezzi al consumo per l'Italia pari all'1,4%; il relativo database scaricabile in Excel dal sito Internet del Fondo Monetario Internazionale riporta una variazione pari all'1,39%.

Sulla base dei parametri e delle variabili esposti, il metodo DCF, utilizzato unicamente con funzione di riscontro della congruità del Prezzo OPA, ha condotto al seguente intervallo di valori dell'azione Cerved: Euro 9,33 (WACC = 8,06%; g = 1,14%) - Euro 11,11 (WACC = 7,56%; g = 1,64%).

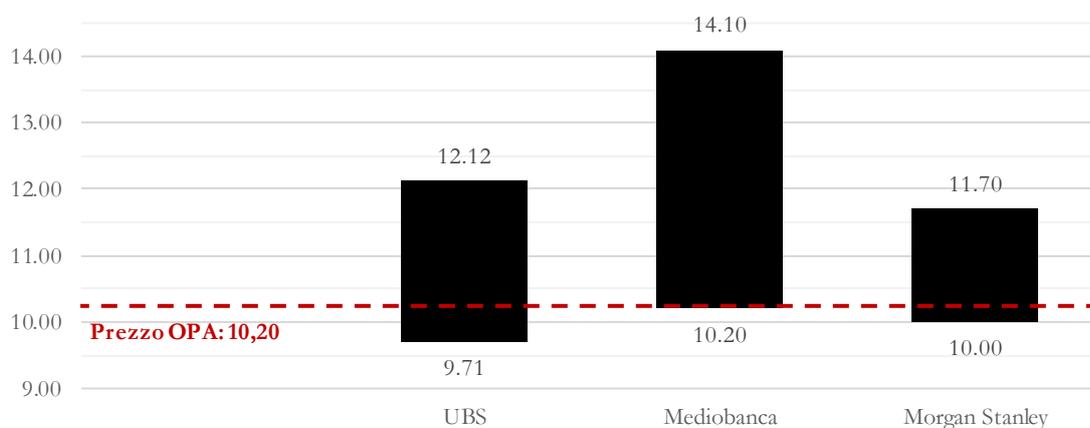
Da ultimo, gli *Advisor* Finanziari Cerved hanno esaminato i risultati del metodo DCF sviluppato dai consulenti finanziari che, a vario titolo, hanno assistito il Consiglio di Amministrazione di Cerved nell'ambito dell'OPA.

Sulla base del metodo finanziario *unlevered*, testé descritto, utilizzato unicamente con funzione di riscontro della congruità del Prezzo OPA, si è giunti a identificare il seguente intervallo di valori dell'azione Cerved: Euro 9,33 (WACC = 8,06%; g = 1,14%) - Euro 11,11 (WACC = 7,56%; g = 1,64%).

Tale *range*, risulta altresì in linea con le *fairness opinion* rilasciate dagli *Advisor* Finanziari OPA e dagli *advisor* finanziari degli amministratori indipendenti, disponibili sul sito internet della Società www.company.cerved.com e cui si rinvia per ogni maggior dettaglio.

- K.** Ai fini della redazione dei rispettivi pareri di congruità, gli *Advisor* Finanziari OPA hanno analizzato e sviluppato varie metodologie valutative, tra cui, in via principale, il metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (DCF).

I risultati, in termini di valore per azione, restituiti dall'applicazione del metodo DCF nell'ambito delle valutazioni compiute dagli *Advisor* Finanziari OPA sono riassunti nel grafico di seguito riportato, nel quale viene altresì posto in evidenza il Prezzo OPA, pari a Euro 10,20.



Il Prezzo OPA si colloca all'interno del *range* dei valori indicati dagli *Advisor* Finanziari OPA con il metodo DCF, pur nell'area inferiore dell'intervallo di valori. Tale circostanza costituisce un elemento ulteriore di conferma della congruità del Prezzo OPA anche ai fini della stima del valore economico di Cerved nell'ambito della Fusione.

Il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha pienamente condiviso il descritto esercizio valutativo e le relative conclusioni, che ha fatto proprie.

Sintesi Valutative

Gli elementi acquisiti dagli *Advisor* Finanziari Cerved inducono a considerare quale fondamentale riferimento del Valore di Mercato dell'Azione Cerved il Prezzo OPA, pari a Euro 10.20 per azione, a cui corrisponde un *equity value* di Cerved di Euro 1.991.8 milioni.

(ii) Il valore economico di Castor Bidco

Il metodo patrimoniale

- A.** Il valore economico di Castor Bidco è stato determinato dagli *Advisor* Finanziari Cerved in base al metodo patrimoniale semplice. Da un punto di vista generale, tale metodo identifica il valore economico della società oggetto di valutazione nel patrimonio netto rettificato, ottenuto rettificando il patrimonio netto contabile in funzione delle differenze tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi.
- B.** Dalla Situazione Patrimoniale di Castor Bidco risulta che, al 31 ottobre 2021, il patrimonio di Castor Bidco era essenzialmente composto dalla partecipazione rappresentativa di una quota pari all'89,4% del capitale sociale di Cerved – che costituisce il 70,0% dell'intero attivo patrimoniale – e da crediti iscritti nell'attivo circolante.
- C.** Il dato di partenza per lo sviluppo del metodo patrimoniale semplice è costituito dal patrimonio netto contabile. Al 31 ottobre 2021 il valore contabile del patrimonio netto di Castor Bidco è pari a Euro 2.550.267.582.

Ai fini valutativi, tale importo deve essere rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi.

- D.** Quanto alla partecipazione, il valore contabile risultante dalla Situazione Patrimoniale di Castor Bidco alla data del 31 ottobre 2021 esprime il costo sostenuto da Castor Bidco ai fini dell'acquisizione della quota partecipativa in parola, pari a Euro 1.780.744.489 (n. 174.582.793 azioni × Euro 10,20 per azione), maggiorato dell'importo della *Tobin tax* corrisposta nell'ambito delle varie fasi in cui è avvenuto l'acquisto delle azioni Cerved. Atteso che il prezzo per azione implicito nel valore di iscrizione della partecipazione al netto della *Tobin tax* (Euro 10,20) coincide con il Prezzo OPA, che costituisce – ad avviso degli *Advisor* Finanziari Cerved - il fondamentale riferimento nella stima del valore economico di Cerved ai fini della quantificazione del Rapporto di Cambio, il valore contabile della partecipazione detenuta da Castor Bidco in Cerved non è suscettibile di alcuna rettifica nell'ottica dell'applicazione del metodo patrimoniale.
- E.** Quanto ai crediti iscritti nell'attivo circolante, alla data del 31 ottobre 2021 si rilevano crediti per imposte anticipate pari a Euro 968.672 e altri crediti esigibili entro l'esercizio successivo pari a Euro 762.636.850. Quest'ultimo importo, secondo quanto comunicato, è la somma delle cifre di Euro 762.586.850, formalizzata in un *equity commitment letter* tra Castor e Castor Bidco, e di Euro 50.000 relativi ad altro rapporto di Castor Bidco con una società del gruppo. Il credito di Euro 762,6 milioni,

secondo quanto è stato comunicato: (i) è a fronte di un obbligo irrevocabile e incondizionato di pagamento di tale importo; (ii) deve essere estinto dal soggetto debitore entro la data di firma dell'atto di fusione, o prima se richiesto da Castor Bidco.

- F.** La Situazione Patrimoniale di Castor Bidco non ha costituito oggetto di alcuna verifica indipendente, né di controlli o procedure di revisione di alcun tipo o natura, intese ad accertarne la veridicità, correttezza e l'attendibilità. Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, pertanto, gli *Advisor Finanziari Cerved* ed il Consiglio di Amministrazione di Cerved hanno fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura che sono state ricevute.
- G.** Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, i crediti iscritti nell'attivo circolante, per l'importo di Euro 762,6 milioni, sono stati considerati come strumenti *cash equivalent*, atteso che la loro scadenza è temporalmente collocata entro la data dell'atto di fusione (salvo un'eventuale richiesta anticipata da parte di Castor Bidco). Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale, ai crediti in oggetto non è stata, pertanto, applicata alcuna rettifica. In conclusione, non è stato rilevato nello sviluppo del metodo patrimoniale semplice alcun aggiustamento a valere sul patrimonio netto contabile di Castor Bidco alla data del 31 ottobre 2021.
- H.** Successivamente al 31 ottobre 2021, Castor Bidco ha acquistato ulteriori azioni Cerved. La partecipazione detenuta da Castor Bidco in Cerved, considerati gli acquisti effettuati sino al 19 novembre 2021, è pari al 90,75%⁴ del capitale di Cerved. Gli acquisti, in considerazione del loro importo, non incidono sul valore economico di Castor Bidco, a meno di un marginale aggiustamento. Più esattamente, il valore economico di Castor Bidco, tenuto conto delle commissioni bancarie sostenute per l'acquisto delle azioni che hanno consentito di portare la partecipazione al 90,75% del capitale di Cerved, è pari a Euro 2.550.070.687. Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, tale importo, secondo gli *Advisor Finanziari Cerved* - può essere indicato in Euro 2.550,1 milioni.

Sintesi Valutative

Atteso che il capitale sociale di Castor Bidco è suddiviso in n. 50.000 azioni, il Valore di Mercato dell'azione Castor Bidco è stato identificato in Euro 51.001,41 (il calcolo del valore patrimoniale dell'azione è effettuato considerando i valori delle singole grandezze espressi in euro).

(iii) Conclusioni relative alla determinazione del Rapporto di Cambio

I valori di mercato delle azioni Cerved e Castor Bidco e il rapporto di cambio, espresso in termini di numero di azioni Cerved per ogni singola azione Castor Bidco, è indicato nella tabella che segue.

Valore Azione Cerved (€)	Valore Azione Castor Bidco (€)	Rapporto di cambio
-----------------------------	-----------------------------------	--------------------

⁴ Tale valore non tiene conto degli acquisti fatti in data 19 novembre e comunicati in data 20 novembre (pari allo 0,02%).

10,20	51.001,41	5.000,1386
-------	-----------	------------

Le modalità tecniche descritte al precedente Paragrafo 2.1.1 si dovranno basare sul rapporto relativo tra i Valori di Mercato delle azioni Cerved e Castor Bidco indicati sopra. In particolare, poiché il Valore di Mercato dell'azione Castor Bidco (Euro 51.001,41) riflette un valore economico dell'Incorporanda pari a Euro 2.550,1 milioni, il numero complessivo di azioni Cerved (il cui Valore di Mercato è pari a Euro 10,2) da assegnare al socio unico di Castor Bidco sarà pari a 250.006.930.

2.5 Gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

- A.** La Data di Efficacia coinciderà con la data dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione presso il Registro delle Imprese previste dall'articolo 2504 del codice civile, ovvero, in alternativa, con la data successiva, che verrà indicata nell'atto di fusione.
- B.** Ai fini contabili, tutte le operazioni effettuate dall'Incorporanda saranno imputate nel bilancio dell'Incorporante a partire dal 1° gennaio dell'esercizio in cui si produrranno gli effetti civilistici della Fusione.
- C.** Ai sensi dell'articolo 172, comma 9, del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, gli effetti fiscali della Fusione sono allineati a quelli contabili, come sopra regolati.

2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione

Alla data del presente Documento Informativo OPC, non si prevedono variazioni dei compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Cerved.

2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Cerved coinvolti nella Fusione

Fatto salvo quanto previsto nel precedente Paragrafo 1.1, nella Fusione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e/o, per quanto a conoscenza di Cerved, dirigenti strategici di Cerved.

2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'Operazione

- A.** In data 9 dicembre 2021 il Consiglio di Amministrazione di Cerved, avendo ottenuto il Parere del Comitato Parti Correlate, rilasciato nella medesima data, ha approvato la Fusione.

Si riporta nel seguito del presente Paragrafo una sintesi delle principali fasi che hanno consentito di addivenire all'approvazione della Fusione da parte del Consiglio di Amministrazione dell'Incorporanda e al Parere del Comitato Parti Correlate.

- B.** In data 5 ottobre 2021, il Consiglio di Amministrazione di Cerved ha nominato gli *Advisor* Finanziari Cerved.

- C.** Ai fini delle proprie analisi e determinazioni, il Comitato Parti Correlate ha deciso di avvalersi, anche in considerazione del fatto che la Fusione costituisce per Cerved un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza", del supporto dell'*Advisor* Finanziario Comitato OPC, nonché del consulente legale indipendente Studio Gatti Pavesi Bianchi Ludovici. Il Comitato Parti Correlate ha conferito in data 5 novembre 2021 l'incarico all'*Advisor* Finanziario Comitato OPC e in data 4 novembre 2021 l'incarico al consulente legale indipendente Studio Gatti Pavesi Bianchi Ludovici.
- D.** Il Comitato Parti Correlate, ai sensi dell'articolo 8, primo comma, del Regolamento OPC, è stato coinvolto nella fase delle trattative e dell'istruttoria, attraverso un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, che ha consentito allo stesso Comitato Parti Correlate di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere. I flussi informativi hanno riguardato, tra l'altro, i principali termini e condizioni della Fusione, la tempistica prevista per la sua realizzazione, il procedimento valutativo proposto, le motivazioni sottostanti la Fusione medesima, nonché gli eventuali rischi per Cerved. Il Comitato Parti Correlate riunitosi per svolgere le attività necessarie e opportune ai sensi della Procedura OPC con riferimento all'Operazione è sempre stato interamente costituito da amministratori indipendenti, non correlati e non coinvolti ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC.

In questo contesto, il Comitato Parti Correlate ha esercitato il proprio diritto di chiedere informazioni e formulare osservazioni, ricevendo pronto riscontro alle proprie richieste ed osservazioni da parte del *management* coinvolto nelle attività propedeutiche alla Fusione e ha partecipato, collegialmente o tramite uno o più di suoi membri, a incontri e/o video call con il *management* di Cerved (e in particolare l'Amministratore Delegato e il *Chief Financial Officer*) al fine di ricevere aggiornamenti sulla Fusione; inoltre, il Comitato Parti Correlate si è riunito in numerose occasioni nel periodo compreso tra il 12 ottobre 2021 – data della riunione in cui il Comitato Parti Correlate ha preliminarmente esaminato le offerte ricevute dagli *advisor* finanziari e dai consulenti legali – e il 9 dicembre 2021, data del rilascio del Parere del Comitato Parti Correlate.

Alle riunioni del Comitato Parti Correlate hanno sempre partecipato l'*Advisor* Finanziario Comitato OPC e il consulente legale indipendente, nonché almeno un membro del Collegio Sindacale.

- E.** In data 9 dicembre 2021, l'*Advisor* Finanziario Comitato OPC ha consegnato al Comitato Parti Correlate la sua *fairness opinion* circa la congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio. La *fairness opinion* rilasciata dall'*Advisor* Finanziario Comitato OPC è integralmente allegata al Parere del Comitato Parti Correlate (accluso al presente Documento Informativo OPC *sub* Allegato 1).
- F.** Ad esito delle analisi svolte, il Comitato Parti Correlate, tenuto conto, tra l'altro, delle risultanze valutative cui è addivenuto l'*Advisor* Finanziario Comitato OPC ed in particolare della *fairness opinion* rilasciata dallo stesso sulla congruità del Rapporto di Cambio, in data 9 dicembre 2021 ha espresso all'unanimità dei componenti, tutti presenti (nelle persone della dott.ssa Giulia Cavalli, ing. Elvina Finzi, avv. Alessandra Ferrari e prof.ssa Anna Zanardi), il Parere del Comitato Parti Correlate in merito

all'interesse di Cerved al compimento della Fusione, nonché alla convenienza e correttezza sostanziale e procedurale delle relative condizioni.

- G.** Il Parere del Comitato Parti Correlate è stato trasmesso in pari data al Consiglio di Amministrazione di Cerved.
 - H.** Il Consiglio di Amministrazione di Cerved si è riunito in data 9 dicembre 2021. In data 9 dicembre 2021, il Consiglio di Amministrazione di Cerved, visto il Parere del Comitato Parti Correlate, ha approvato la documentazione a supporto della il Progetto di Fusione e il Rapporto di Cambio, la relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione, unitamente all'ulteriore documentazione relativa alla Fusione. Alla richiamata adunanza del Consiglio di Amministrazione di Cerved hanno espresso voto favorevole tutti i consiglieri di Cerved, fatta eccezione per il Dott. Luca Peyrano che si è astenuto in ragione del proprio conflitto di interessi.
 - I.** In data 9 dicembre 2021, l'Amministratore Unico di Castor Bidco ha a sua volta approvato la Fusione.
- 2.9** **Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, secondo comma, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia all'Incorporanda, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni**

Non applicabile.

Allegato 1 Parere del Comitato Parti Correlate e *fairness opinion* dell'Advisor
Finanziario Comitato OPC

PARERE SU OPERAZIONE CON PARTI CORRELATE
DEL COMITATO PARTI CORRELATE DI CERVED GROUP S.P.A.

1. PREMESSA

Il Comitato Parti Correlate (il **"Comitato"**) di Cerved Group S.p.A. (**"Cerved"**, la **"Società"** o l'**"Emittente"** o l'**"Incorporante"**), in quanto organismo deputato a svolgere le funzioni in materia di operazioni con parti correlate ai sensi della **"Procedura Parti Correlate"** da ultimo aggiornata dal Consiglio di Amministrazione dalla Società in data 21 giugno 2021 (la **"Procedura"**), è chiamato a esprimere nel presente documento il proprio parere (il **"Parere"**) in merito all'operazione descritta al Paragrafo 2 che segue, in ottemperanza all'articolo 7.1 della Procedura e al **"Regolamento Operazioni con Parti Correlate"** approvato con delibera Consob n. 17221/2010, come successivamente modificato e integrato (il **"Regolamento Consob"**).

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'operazione (l'**"Operazione"**) sottoposta all'esame del Comitato consiste nella fusione per incorporazione di Castor Bidco S.p.A. (**"Castor Bidco"** o **"Incorporanda"** e, unitamente a Cerved, le **"Società Partecipanti alla Fusione"**) nella controllata Cerved che sarà attuata ai sensi degli articoli 2501 ss. c.c. (la **"Fusione"**).

2.1 Premessa

Al fine di chiarire il contesto in cui si inserisce la Fusione, si rammenta che, in data 8 marzo 2021, Castor S.p.A. (già Castor S.r.l., **"Castor"**) ha annunciato, ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del D. Lgs. n. 58/1998, come successivamente modificato e integrato (il **"TUF"**), la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto (l'**"Offerta"**) avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Cerved, volta a conseguire l'acquisto dell'intero capitale sociale della stessa e la revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione sul Mercato Telematico Azionario (ora Euronext Milan) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (il **"Delisting"**). Successivamente, in data 25 marzo 2021, Castor ha reso noto, tra l'altro, di aver assunto la decisione di promuovere l'Offerta per il tramite di Castor Bidco, società di nuova costituzione il cui capitale era ed è interamente detenuto da Castor.

Nel documento di Offerta pubblicato in data 8 luglio 2021, Castor Bidco si è riservata, qualora il Delisting non fosse raggiunto al termine dell'Offerta, di conseguire tale obiettivo mediante la fusione per incorporazione dell'Emittente in Castor Bidco (la "Fusione Diretta") o in altra società non quotata del Gruppo ION. In data 16 settembre 2021, all'esito dell'Offerta, Castor Bidco è giunta a detenere il 79,966% del capitale sociale di Cerved.

In data 5 ottobre 2021 il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha deliberato la convocazione dell'Assemblea per l'approvazione della Fusione Diretta per l'11 febbraio 2022¹. Analoga decisione è stata assunta in pari data dall'Amministratore Unico di Castor BidCo.

Successivamente alla conclusione dell'Offerta, per effetto di acquisti sul mercato effettuati a un prezzo non superiore al corrispettivo dell'Offerta (Euro 10,20 per azione), Castor Bidco ha incrementato la propria partecipazione in Cerved. In tale contesto, in data 16 novembre 2021, Castor Bidco ha comunicato al mercato di essere divenuta titolare di una partecipazione superiore al 90% del capitale sociale di Cerved, soglia prevista dall'articolo 108, comma 2, del TUF ai fini dell'obbligo di acquisto di azioni Cerved nei confronti degli azionisti che ne facciano richiesta (la "Procedura di Sell-Out"). Castor Bidco ha così dichiarato (come già indicato nel documento di Offerta) la propria intenzione di non procedere al ripristino del flottante necessario e sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni Cerved. A tale riguardo, si rammenta che, ai sensi dell'articolo 2.5.1 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., le azioni Cerved saranno revocate dalla quotazione e dalla negoziazione a decorrere dal giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo (che verrà fissato da Consob, ai sensi dell'articolo 108, comma 4, del TUF) delle azioni Cerved che dovessero essere cedute a Castor Bidco nel contesto della Procedura di Sell-Out.

In data 25 novembre 2021, l'Assemblea della Società – essendo intervenute le dimissioni della maggioranza dei Consiglieri – ha provveduto a nominare il nuovo

¹ Più precisamente, tale deliberazione è stata assunta con il voto favorevole di 7 consiglieri su 11, avendo espresso (i) voto favorevole, l'Amministratore Delegato Andrea Mignanelli, i consiglieri Luca Peyrano, Carlo Purassanta e i consiglieri indipendenti Elvina Finzi, Giulia Cavalli, Aurelio Regina, Alessandra Ferrari; (ii) voto contrario, Gianandrea De Bernardis, l'amministratore esecutivo Sabrina Delle Curti e i consiglieri indipendenti Fabio Cerchiai e Valentina Montanari. Per ulteriori informazioni in merito, tra l'altro, alle rispettivi ragioni del dissenso si rinvia al comunicato stampa della Società pubblicato in data 7 ottobre 2021 sul sito internet <https://company.cerved.com/>.

Consiglio di Amministrazione, che è in carica alla data del presente Parere²; nella riunione tenutasi a valle dell'Assemblea, detto organo ha quindi, tra l'altro, deliberato la costituzione del nuovo Comitato, anch'esso in carica alla data del presente Parere e composto esclusivamente da amministratori indipendenti (cfr. *infra* paragrafo 4).

In seguito, dapprima il *management* della Società e quindi il Consiglio di Amministrazione nelle riunioni del 30 novembre e 2 dicembre u.s., considerato l'intervenuto superamento della soglia del 90% da parte di Castor Bidco (come sopra riportato), nonché all'esito di ulteriori analisi e approfondimenti, hanno valutato – con il supporto dei propri *advisor* – l'opportunità di procedere, anziché alla Fusione Diretta, alla fusione per incorporazione, c.d. inversa, della controllante Castor Bidco nella controllata Cerved (*i.e.* la Fusione), previa revoca dell'Assemblea già convocata per deliberare in merito all'approvazione della Fusione Diretta. E ciò, principalmente, tenuto conto dei vantaggi connessi all'ipotesi di Fusione rispetto alla Fusione Diretta (cfr. *infra* paragrafo 5.1) ed essendo comunque previsto che il Delisting intervenga per effetto e ad esito della Procedura di Sell-Out. Il Comitato, dopo aver svolto la propria attività istruttoria e valutativa con riferimento alla Fusione Diretta, ha effettuato ulteriori e specifici approfondimenti integrativi tenuto conto della diversa modalità di realizzazione dell'Operazione costituita dalla fusione inversa di Castor Bidco in Cerved.

2.2 La Fusione

Si riporta di seguito una sintetica illustrazione delle principali caratteristiche della Fusione, tenuto conto delle informazioni fornite e della documentazione ricevuta (in particolare, le bozze di progetto di Fusione, ai sensi dell'articolo 2501-*ter* c.c. (il "Progetto") e della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 2501-*quinqies* c.c. (la "Relazione Illustrativa")³.

2.2.1 Motivazioni, natura della Fusione e statuto dell'Incorporante

² Nelle persone dei Sig.ri Luca Peyrano, Carlo Purassanta, Anna Zanardi, Elvina Finzi, Giulia Cavalli, Andrea Mignanelli, Gianandrea de Bernardis, Elena Toson, Stefano Caselli, Aurelio Regina e Alessandra Ferrari, tutti tratti dall'unica lista presentata dall'azionista di maggioranza Castor Bidco. Al riguardo si riporta che, nel corso della seduta consiliare del 25 novembre 2021, il Sig. Gianandrea De Bernardis ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Consigliere con effetto immediato; le dimissioni sono state motivate dall'intervenuto il trasferimento della licenza di cui all'articolo 134 TULPS dallo stesso Sig. De Bernardis al Consigliere Sig. Luca Peyrano.

³ Ai fini del rilascio del presente Parere, il Comitato ha tenuto conto delle bozze di Relazione Illustrativa e Progetto datate 7 dicembre 2021.

Preliminarmente si richiama, come indicato nella Relazione Illustrativa, che l'attuazione della Fusione è prevista a esito del completamento della Procedura di Sell-Out e, quindi, una volta intervenuto il Delisting della Società.

Secondo quanto indicato nelle bozze di Progetto e di Relazione Illustrativa, la Fusione dovrebbe consentire di ottenere i seguenti vantaggi:

- (i) il rafforzamento patrimoniale e finanziario della “*combined entity*”;
- (ii) una maggiore flessibilità gestionale e organizzativa nonché l'opportunità, per Cerved, di concentrarsi sullo sviluppo e l'innovazione dei prodotti e dei servizi in un'ottica di lungo periodo;
- (iii) la razionalizzazione e semplificazione della catena di controllo.

La bozza di Progetto precisa che la Fusione è inoltre volta a permettere a Cerved di sfruttare l'esperienza e le competenze di sviluppo tecnologico e di prodotto che il Gruppo ION, cui appartiene Castor Bidco, ha maturato a livello globale negli ultimi venti anni nei settori del *financial technology, software automation, data & analytics*.

Come già dichiarato da Castor Bidco al mercato in occasione dell'Offerta, le priorità strategiche e operative sarebbero:

- (i) l'accelerazione del processo di crescita, facendo leva sulle risorse e capacità di *digital transformation* per migliorare i processi operativi interni dei servizi erogati ai clienti;
- (ii) lo sfruttamento delle potenzialità offerte dal mondo *data & analytics*, per espandere lo sviluppo di nuovi prodotti e nuove funzionalità;
- (iii) l'ottimizzazione della flessibilità operativa e commerciale, attraverso l'accelerazione dello sviluppo internazionale, consentendo di portare sul mercato nuovi prodotti e fornendo l'opportunità di allargare la gamma dei servizi venduti in Italia e all'estero.

Nella bozza di Progetto e di Relazione Illustrativa si precisa che, in considerazione del fatto che Castor Bidco non ha contratto debiti per acquisire il controllo di Cerved, la Fusione non si qualifica quale fusione a seguito di acquisizione con indebitamento di cui all'articolo 2501-*bis* c.c.

A decorrere dalla data di efficacia della Fusione (la "Data di Efficacia")⁴ lo statuto sociale dell'Incorporante verrà modificato, al fine, tra l'altro, di prorogare il termine di durata della Società Incorporante al 31 dicembre 2060, introdurre un divieto alla costituzione di gravami sulle azioni, introdurre un diritto di prelazione a favore del socio titolare della maggioranza assoluta delle azioni e sopprimere il voto di lista per la nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale (il "Nuovo Statuto")⁵.

2.2.2 Rapporto di cambio e modalità di assegnazione delle azioni dell'Incorporante

La Fusione verrà deliberata (i) per Castor Bidco, sulla base della situazione patrimoniale riferita alla data del 31 ottobre 2021 (composta di stato patrimoniale e conto economico, redatta ai sensi dell'articolo 2435-ter c.c. in accordo alle modalità di redazione del bilancio previste per le c.d. "micro imprese") e approvata dall'amministratore unico dell'Incorporanda in data 21 novembre 2021, sentito il parere favorevole dell'organo di controllo) e (ii) per Cerved, in conformità all'articolo 2501-quater, comma 2, c.c. sulla base della relazione finanziaria semestrale separata di Cerved al 30 giugno 2021, approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Incorporante in data 30 novembre 2021, che è stata oggetto di revisione contabile limitata volontaria da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Ai fini della definizione del rapporto di cambio della Fusione, Cerved si è avvalsa della consulenza del Prof. Gabriele Villa e del Prof. Giuliano Iannotta, entrambi professori alla Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, i quali in data 8 dicembre 2021 hanno rilasciato il proprio "Parere valutativo avente per oggetto la stima del concambio azionario nella fusione per incorporazione di Castor Bidco S.p.A. in Cerved Group S.p.A." (successivamente integrato con lettera del 9 dicembre 2021); detto parere conclude che il rapporto di cambio, stimato sulla base dei valori delle azioni Cerved e delle azioni Castor Bidco, sia di n. 5.000,1386 azioni Cerved per ogni azione Castor Bidco.

⁴ Ai sensi dell'articolo 2504-bis, comma 2, c.c., la Fusione produrrà effetti civilistici a partire dalla data dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di Fusione presso il Registro delle Imprese previste dall'articolo 2504 c.c., ovvero, in alternativa, dalla data successiva, che verrà indicata nell'atto di Fusione.

⁵ Il Nuovo Statuto, allegato alla bozza di Progetto, non indica il numero delle azioni dell'Incorporante rappresentative del medesimo capitale sociale alla Data di Efficacia in quanto tale informazione sarà disponibile solo una volta verificato il numero di azioni proprie dell'Incorporante (ivi incluse le Azioni Oggetto di Recesso, come *infra* definite, che dovessero essere acquistate dall'Incorporante i sensi dell'articolo 2437-quater, comma 5, c.c.) alla Data di Efficacia, che saranno contestualmente annullate, senza variazione del capitale sociale (cfr. il successivo par. 2.2.2).

Castor Bidco si è invece avvalsa della consulenza di Deutsche Bank.

Anche tenuto conto di quanto sopra indicato, si prevede che gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione determinino il rapporto di cambio delle azioni di Castor Bidco rispetto alle azioni Cerved (il “**Rapporto di Cambio**”) nella seguente misura: per ogni n. 1 azione ordinaria dell’Incorporanda, priva di indicazione del valore nominale, n. 5.000,1386 azioni ordinarie dell’Incorporante, prive di indicazione del valore nominale.

Nelle bozze di Progetto e di Relazione Illustrativa è altresì indicato che Castor si è resa disponibile a ottenere, in applicazione del Rapporto di Cambio, un numero complessivo di azioni dell’Incorporante arrotondato per difetto (i.e. un numero inferiore a quanto matematicamente alla stessa spettante in applicazione del Rapporto di Cambio, nella minor misura immediatamente necessaria perché possa ottenere un numero intero di azioni dell’Incorporante), qualora lo stesso Rapporto di Cambio determini in capo a Castor (socio unico dell’Incorporanda) il diritto all’attribuzione complessivamente di un numero non intero di azioni dell’Incorporante.

Per le ragioni che hanno giustificato il Rapporto di Cambio si rinvia alle relazioni redatte dagli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione, che saranno messe a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e regolamentari.

Le Società Partecipanti alla Fusione hanno a suo tempo presentato, ai sensi di legge, istanza congiunta al Tribunale di Milano per la nomina dell’esperto chiamato a rilasciare la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio ai sensi dell’articolo 2501-*sexies* c.c.; il Tribunale ha nominato Epyon Audit S.r.l. Successivamente, in data 1° dicembre u.s., le stesse società, in considerazione della mutata struttura della fusione, hanno depositato al medesimo Tribunale di Milano istanza integrativa al fine di ottenere la conferma e la ratifica della nomina del suddetto esperto.

Ai fini della Fusione, sarà eliminato l’intero capitale sociale dell’Incorporanda e sarà annullata la totalità delle azioni dell’Incorporanda attualmente di proprietà di Castor, socio unico dell’Incorporanda medesima.

In applicazione del Rapporto di Cambio, in favore di Castor saranno assegnate tutte le azioni dell’Incorporante di proprietà dell’Incorporanda alla Data di Efficacia e, per la differenza, azioni dell’Incorporante di nuova emissione, senza variazione del capitale sociale.

Castor Bidco detiene, alla data di approvazione del presente Parere, una partecipazione nel capitale sociale dell’Incorporante corrispondente a più del 91%. Con riferimento alle azioni Cerved sulle quali è costituito un pegno alla Data di Efficacia, le

stesse saranno attribuite a Castor già gravate da pegno, il quale manterrà la propria validità ed efficacia anche a seguito della Fusione.

Alla data del presente Parere, l'Incorporante detiene 11.091 azioni proprie, mentre l'Incorporanda non detiene azioni proprie. Tutte le azioni proprie di Cerved alla Data di Efficacia, ivi incluse le Azioni Oggetto di Recesso (come *infra* definite) che dovessero essere acquistate dall'Incorporante ai sensi dell'articolo 2437-*quater*, comma 5, c.c., saranno annullate con efficacia alla Data di Efficacia, senza variazione del capitale sociale.

2.2.3 Recesso

È previsto che gli azionisti dell'Incorporante che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto potranno esercitare il diritto di recesso (il "**Diritto di Recesso**") ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lett. g) c.c., posto che l'adozione del Nuovo Statuto determinerà l'eliminazione del meccanismo del voto di lista di cui all'articolo 147-*ter* TUF e, pertanto, inciderà sui diritti di voto degli azionisti.

Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie dell'Incorporante per le quali sarà, eventualmente, esercitato il Diritto di Recesso (le "**Azioni Oggetto di Recesso**") sarà determinato ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, comma 3, c.c., facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni Cerved nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dell'Incorporante chiamata ad approvare il Progetto e la Fusione (il "**Valore di Liquidazione**").

Il Diritto di Recesso (ove legittimamente esercitato) sarà efficace subordinatamente alla stipula dell'atto di Fusione, fermo restando che ai soci che eserciteranno il Diritto di Recesso sarà corrisposto il Valore di Liquidazione delle Azioni Oggetto di Recesso a far tempo dalla Data di Efficacia.

2.2.4 Condizioni cui sono subordinati il perfezionamento e l'efficacia della Fusione

Il perfezionamento della Fusione non è subordinato ad alcuna condizione (nemmeno relativa al numero massimo di Azioni Oggetto di Recesso), ulteriore rispetto all'approvazione del Progetto e della Fusione da parte delle assemblee straordinarie delle Società Partecipanti alla Fusione.

Si richiama l'attenzione sulla circostanza che, secondo quanto indicato nella Relazione Illustrativa, per effetto della Fusione, l'Incorporante subentrerà nelle garanzie personali e reali assunte e rilasciate (tra cui il pegno sulle azioni Cerved possedute dall'Incorporanda) da Castor Bidco per le obbligazioni derivanti da contratti di finanziamento stipulati da Castor (socio unico di Castor Bidco) relative a linee di

credito concessi per rifinanziare parte dell'indebitamento finanziario di Cerved, nonché per eventuali esigenze di capitale circolante della stessa Castor e delle sue controllate. Ai fini del subentro nelle garanzie, così come ai fini dell'attuazione della Fusione, si rammenta inoltre che risulta necessario ottenere il consenso del *pool* di banche che ha concesso un finanziamento a Cerved, in essere alla data del presente Parere; le relative attività necessarie e opportune risultano già avviate alla data del presente Parere.

Al riguardo, si ricorda altresì che, ai sensi di legge, la Fusione potrà essere attuata solo dopo che sia trascorso il termine di sessanta giorni dall'iscrizione delle delibere di Fusione, termine durante il quale i creditori delle Società Partecipanti alla Fusione, i quali si ritenessero danneggiati dalla stessa, possono farvi opposizione; il tutto secondo quanto previsto dall'articolo 2503 c.c.

3. PRESUPPOSTI E RAGIONI DELL'INTERVENTO DEL COMITATO

L'Operazione è qualificabile come operazione con parte correlata in quanto Castor Bidco detiene, alla data del presente Parere, più del 91% del capitale sociale di Cerved, e dunque esercita su Cerved il controllo di diritto ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1, c.c. e dell'articolo 93 del TUF.

L'Operazione si qualifica altresì quale operazione "di maggiore rilevanza", in quanto risultano superati gli indici di cui all'Allegato 3, paragrafo 1.1, del Regolamento Consob.

Si segnala, inoltre, che:

- l'Amministratore di Cerved Luca Peyrano è altresì Amministratore Unico di Castor Bidco, Direttore Generale di ION Analytics e amministratore di Cedacri S.p.A. (società appartenente al Gruppo ION);
- l'Amministratore di Cerved Carlo Purassanta è amministratore di Cedacri S.p.A. (società appartenente al Gruppo ION).

4. LA FASE ISTRUTTORIA

Preliminarmente, si segnala che le attività istruttorie e valutative previste dalla Procedura e dal Regolamento Consob in relazione all'Operazione sono state avviate a valle della decisione del Consiglio di Amministrazione della Società di convocare l'Assemblea per l'approvazione del progetto di fusione (per cui si rinvia al precedente paragrafo 2.1) e, pertanto, sono state effettuate, dapprima, dal Comitato in carica nel periodo precedente alla data dell'Assemblea che ha deliberato il rinnovo del Consiglio

di Amministrazione della Società e la conseguente costituzione del Comitato nella sua nuova configurazione e, successivamente, dal Comitato in carica alla presente data. In ogni caso, il Comitato riunitosi per svolgere le attività necessarie e opportune ai sensi della Procedura con riferimento all'Operazione è sempre stato interamente costituito da amministratori indipendenti, non correlati e non coinvolti ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura. Si precisa inoltre che tre dei componenti del Comitato in carica alla presente data lo sono stati anche del Comitato che ha cessato le sue funzioni in data 25 novembre u.s. e hanno pertanto preso parte direttamente e personalmente alle relative attività istruttorie e valutative oggetto del presente Parere⁶.

Si precisa inoltre che, sebbene il Comitato abbia inizialmente analizzato la Fusione Diretta, entrambe le ipotesi di integrazione condividono il medesimo rationale e richiedono sostanzialmente le medesime analisi al fine di valutarne la convenienza; pertanto, là ove il presente paragrafo indica le attività svolte dal Comitato con riferimento alla Fusione, include altresì quelle precedentemente svolte in merito alla Fusione Diretta.

In via preliminare, il Comitato, tempestivamente informato in merito all'Operazione e alla relativa tempistica, a seguito dell'attivazione dei presidi previsti dalla Procedura, ha ritenuto di avvalersi – come consentito dal Regolamento Consob e dalla Procedura nonché linea con la migliore prassi di mercato – della facoltà di farsi assistere da *advisor* indipendenti nello svolgimento delle proprie considerazioni valutative, nonché ai fini del rilascio del presente Parere. Pertanto, il Comitato ha dato avvio alla selezione di un *advisor* legale e di un *advisor* finanziario, richiedendo la presentazione di offerte a tre consulenti finanziari e a tre studi legali di primario *standing*; le offerte sono state oggetto di una preliminare analisi nel corso della riunione del Comitato tenutasi in data 12 ottobre 2021.

Nel corso della riunione del Comitato del 15 ottobre 2021, il Comitato ha analizzato in maniera puntuale le offerte pervenute dagli *advisor* (come modificate / integrate a seguito di richieste presentate dal Comitato) nonché le relative dichiarazioni

⁶ Più precisamente, tenuto conto che, in conformità al Regolamento Consob e alla Procedura, la Fusione, in quanto "Operazione di Maggiore Rilevanza" ai sensi della Procedura medesima, deve essere approvata previo motivato parere vincolante di un Comitato composto da amministratori tutti non esecutivi e indipendenti, con riferimento alle attività propedeutiche all'Operazione, il Comitato è stato costituito fino al 25 novembre 2021 dagli Amministratori Giulia Cavalli, Elvina Finzi e Alessandra Ferrari; il Sig. Carlo Purassanta, componente del Comitato fino alla data del 25 novembre 2021, non ha invece preso parte alle attività del Comitato relative alla Fusione effettuate fino a tale data. Successivamente al 25 novembre 2021, il Comitato è composto dagli Amministratori, indipendenti, non correlati e non coinvolti, Giulia Cavalli, Elvina Finzi, Alessandra Ferrari e Anna Zanardi.

di indipendenza e ha deliberato di (i) affidare allo Studio Legale Gatti Pavesi Bianchi Ludovici il ruolo di consulente legale indipendente del Comitato nell'ambito della Fusione per l'assistenza al Comitato dal punto di vista legale nello svolgimento delle attività in relazione alla Fusione e, in particolare, ai fini della predisposizione del presente Parere; (ii) affidare a Lazard S.r.l. ("Lazard") il ruolo di *advisor* finanziario indipendente per l'assistenza al Comitato in relazione all'analisi dal punto di vista finanziario dell'Operazione e, in particolare, per il rilascio di una *fairness opinion* in merito alla congruità dal punto di vista finanziario per gli azionisti della Società del Rapporto di Cambio in relazione all'Operazione; al riguardo si precisa che il Comitato ha verificato l'indipendenza dei predetti soggetti acquisendo le opportune dichiarazioni di indipendenza e di assenza di conflitti di interesse in relazione all'Operazione.

Nel corso della medesima riunione, il Comitato, in conformità alla Procedura, ha ricevuto dall'Amministratore Delegato (appositamente invitato a parteciparvi) ampia informativa sul progetto di integrazione (a partire dalla sua originaria configurazione di Fusione Diretta), nonché sui termini e la natura della correlazione sussistente tra i soggetti coinvolti.

Il Comitato è stato tempestivamente coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e aggiornato in merito alla Fusione.

In particolare, sotto il profilo della documentazione ricevuta, il Comitato nel corso della propria attività istruttoria ha preso visione delle seguenti bozze di documenti: (i) il Progetto e il Nuovo Statuto; (ii) la Relazione Illustrativa, nonché la relazione illustrativa sulla Fusione dell'organo amministrativo di Castor Bidco; (iii) il documento informativo ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob; (iv) "*Parere valutativo avente per oggetto la stima del concambio azionario nella fusione per incorporazione di Castor Bidco S.p.A. in Cerved Group S.p.A.*", come detto rilasciato in data 8 dicembre 2021 dagli *advisor* finanziari di Cerved Prof. Villa e Prof. Iannotta (successivamente integrato con lettera del 9 dicembre 2021); e (v) la situazione patrimoniale di Castor Bidco alla data del 31 ottobre 2021.

Inoltre, i principali termini e condizioni dell'Operazione sono stati esaminati dal Comitato anche nel corso di periodiche interlocuzioni informali con il *management* e le competenti funzioni della Società, i quali hanno fornito esaustive e accurate informazioni a fronte delle puntuali osservazioni e richieste di chiarimenti formulate dal Comitato, il tutto anche con il supporto dei propri *advisor*.

I componenti del Comitato hanno altresì partecipato alle sedute del Consiglio di Amministrazione della Società tenutesi in data 20 settembre, 29 settembre, 5 ottobre, 7

ottobre, 13 ottobre, 2 novembre, 8 novembre, 25 novembre, 30 novembre 2021 e 2 dicembre 2021 nelle quali sono stati discussi alcuni profili – anche di naturale procedurale – dell’Operazione.

Oltre alle riunioni del 12 e 15 ottobre 2021 sopra richiamate, i profili di maggiore rilevanza dell’Operazione sono stati discussi e approfonditi nel corso delle riunioni del Comitato tenutesi in data 18 novembre, 24 novembre, 26 novembre, 30 novembre 2021, 6, e 9 dicembre 2021. A tali riunioni hanno altresì preso parte, oltre ad almeno un membro del Collegio Sindacale per ciascuna riunione, anche gli *advisor* indipendenti del Comitato; in particolare Lazard ha presentato al Comitato le proprie valutazioni e le relative conclusioni in merito alla valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché le metodologie valutative adottate, e alla congruità per la Società del Rapporto di Cambio.

Inoltre, nella riunione del Comitato del 30 novembre 2021, l’Amministratore Delegato e il *Chief Financial Officer* della Società hanno illustrato la proposta di integrazione nell’ipotesi di Fusione, confrontandola altresì con la Fusione Diretta ed evidenziandone i vantaggi anche in termini di risparmio di costi, minori complessità organizzative nonché efficienza e rapidità del procedimento.

In data 9 dicembre 2021 Lazard ha rilasciato la propria *fairness* opinion (la “**Fairness Lazard**”, allegata *sub* A al presente Parere) nella quale ha concluso che, alla medesima data di rilascio della *Fairness Lazard*, il Rapporto di Cambio sia congruo da un punto di vista finanziario.

In pari data, in conformità alla Procedura, si è quindi riunito il Comitato per esaminare le bozze sostanzialmente definitive del Progetto e della Relazione Illustrativa, sottoposte al Consiglio di Amministrazione convocato per il 9 dicembre 2021 per deliberare in merito alla Fusione, e, all’esito delle proprie valutazioni, ha approvato all’unanimità il presente Parere, ravvisando l’interesse della Società al compimento dell’Operazione e avendo accertato la convenienza e correttezza sostanziale e procedurale delle relative condizioni.

5. ANALISI E VALUTAZIONI

5.1 Sull’interesse della Società al compimento dell’Operazione

In merito all’interesse della Società al compimento dell’Operazione, sulla base della documentazione e delle informazioni fornite dal *management* della Società, il Comitato osserva come la Fusione costituisca un’operazione societaria funzionale a dare attuazione al progetto industriale di sviluppo di Cerved elaborato dal Gruppo ION e alla conseguente piena integrazione, anche sotto il profilo societario, di Cerved

nel Gruppo ION. La Fusione, oltre a consentire alla stessa Cerved di beneficiare dell'esperienza e delle competenze di sviluppo tecnologico e di prodotto maturate negli anni all'interno del Gruppo ION, determinerebbe altresì una oggettiva semplificazione degli assetti proprietari del medesimo Gruppo, in linea, del resto, con l'espresso *favor* dell'ordinamento europeo e italiano per le fusioni c.d. semplificate. Ossia le operazioni nelle quali l'incorporante detenga una partecipazione nella incorporata superiore al 90% del capitale sociale (ovvero – come nel caso della Fusione – l'incorporante sia partecipata dalla incorporanda con una quota di capitale superiore al 90%) e costituiscano pertanto una mera *consolidation* societaria.

Al riguardo il Comitato rileva altresì che, secondo quanto indicato nel Progetto e come già dichiarato da Castor Bidco al mercato in occasione dell'Offerta, il Gruppo ION ritiene di poter contribuire alla creazione di valore tramite tre principali priorità strategiche ed operative, ossia l'accelerazione del processo di crescita (facendo leva sulle risorse e capacità di *digital transformation* per migliorare i processi operativi interni ed i servizi erogati ai clienti), lo sfruttamento delle potenzialità offerte dal mondo *data & analytics* (per espandere lo sviluppo di nuovi prodotti e nuove funzionalità) e l'ottimizzazione della flessibilità operativa e commerciale (attraverso l'accelerazione dello sviluppo internazionale, consentendo di portare sul mercato nuovi prodotti e fornendo l'opportunità di allargare la gamma dei servizi venduti in Italia e all'estero).

Quanto alla valutazione circa la sussistenza di particolari rischi connessi alla Fusione tali da comportare effetti negativi significativi sull'attività, sulle prospettive e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria di Cerved all'esito della Fusione, il Comitato, tenuto conto delle caratteristiche sopra richiamate della Fusione, non ha specifiche evidenze al riguardo, fermo quanto precisato in precedenza con riguardo al subentro di Cerved nelle garanzie emesse e rilasciate da Castor Bidco.

Il Comitato osserva infine che, a differenza della Fusione Diretta precedentemente considerata, la Fusione oggetto del presente Parere non determina alcuna soluzione di continuità rispetto alla titolarità dei rapporti contrattuali e giuslavoristici e autorizzativi, e in particolare della licenza per l'attività relativa alla diffusione di informazioni commerciali *ex* articolo 134 TULPS, con una conseguente semplificazione dei relativi adempimenti amministrativi e gestionali che sarebbero stati viceversa necessari nel caso della Fusione Diretta.

5.2 Sulla convenienza e correttezza sostanziale e procedurale delle condizioni dell'Operazione

5.2.1 Il Comitato osserva, in via preliminare, che i valori economici sulla cui base dei quali l'Operazione verrebbe posta in essere – elaborati con l'ausilio di

autorevoli consulenti (i.e. Prof. Iannotta e Prof. Villa per Cerved e Deutsche Bank per Castor Bidco) – sono stati sottoposti al giudizio di congruità di un esperto indipendente, in conformità alla disciplina applicabile, e saranno sottoposti all’approvazione da parte delle assemblee delle Società Partecipanti alla Fusione.

Al riguardo si osserva che, sebbene il superamento da parte di Castor Bidco della soglia del 90% del capitale di Cerved avrebbe legittimamente consentito di procedere ad una fusione “semplificata” ai sensi dell’articolo 2505-bis c.c., con la conseguente possibilità di non predisporre le situazioni patrimoniali di fusione, la relazione illustrativa dell’organo amministrativo e di acquisire la relazione dell’esperto nominato dal Tribunale sulla congruità del concambio⁷, le Società Partecipanti alla Fusione hanno deciso, nondimeno, di non avvalersi di detta facoltà e dunque, tra l’altro, di sottoporre il Rapporto di Cambio al giudizio di congruità *ex* articolo 2501-sexies c.c.

Il Comitato ha comunque ritenuto opportuno, come detto, conferire l’incarico a un proprio consulente finanziario indipendente, i.e. Lazard, per l’assistenza al Comitato in relazione all’analisi dal punto di vista finanziario dell’Operazione e, in particolare, per il rilascio della Fairness Lazard.

Nel rinviare alla Fairness Lazard per una più analitica descrizione delle metodologie utilizzate e delle analisi effettuate, e per una più dettagliata analisi del contenuto, dei limiti e dei risultati cui essa è pervenuta, si riportano di seguito le principali evidenze a cui la stessa è giunta all’esito delle analisi, secondo ciascuna delle metodologie individuate ed utilizzate, osservando il Comitato che sia la scelta delle metodologie valutative sia quella della loro applicazione da parte del proprio consulente Lazard risultano, sulla base delle proprie conoscenze ed evidenze in materia, in linea con la prassi valutativa di generale accettazione e di mercato per operazioni analoghe all’Operazione:

- i. Discounted Cash Flow Analysis. Lazard ha espresso due intervalli di Rapporto di Cambio, derivanti dall’applicazione di diverse assunzioni in termini di tassi di sconto e di crescita perpetua, compresi tra 4.698x e 5.198x per il *Discounted Cash Flow* applicato a Cerved Gruppo e tra 4.677x e 5.177x per il *Discounted Cash Flow* applicato alle divisioni *Cerved Data Intelligence* e *Cerved Credit Management* attraverso l’approccio *sum-of-the-parts*. In particolare, sulla base del *business plan* di

⁷ E ciò, come recita il richiamato articolo 2505-bis c.c., a condizione che “venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso”.

Cerved Gruppo e di quello delle due divisioni Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management*, Lazard ha eseguito un'analisi dei flussi di cassa scontati per il calcolo del valore attuale stimato del flusso di cassa operativo *unlevered*, al netto delle imposte, che le imprese potrebbero generare nel corso degli esercizi futuri. Il metodo prevede anche il calcolo del *terminal value* che, nel caso in esame, avviene tramite l'applicazione di un tasso di crescita perpetua pari tra 1.65% e 1.95% per Cerved Gruppo, tra 1.85% e 2.15% per Cerved *Data Intelligence* e tra 1.25% e 1.55% per Cerved *Credit Management*, basato su casi centrali pari rispettivamente pari a 1.80%, 2.00% e 1.40%, dati dalla media tra le stime di inflazione di lungo periodo per l'Italia e il *consensus* degli analisti di ricerca sulle società paragonabili identificate per Cerved Gruppo, Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management*. Lo sviluppo della metodologia prevede che il flusso di cassa operativo *unlevered*, al netto delle imposte, ed il *terminal value* vengano attualizzati utilizzando tassi di sconto basati su un'analisi del costo medio ponderato del capitale delle società paragonabili selezionate, che risulta essere ricompreso in un intervallo tra 7.00% e 7.50% per Cerved Gruppo, Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management*. I risultati ottenuti sono poi stati sottoposti a un'analisi di sensitività, al fine di verificare la sensibilità delle risultanze al variare dei principali parametri di stima all'interno di intervalli ragionevoli, prendendo in considerazione il sopradetto costo del capitale e tasso di crescita perpetua.

- ii. Comparable Companies Analysis. Lazard ha espresso quattro intervalli di Rapporto di Cambio, derivanti dall'applicazione di multipli di mercato attesi per il 2021 e per il 2022, compresi tra 4.793x e 5.293x e tra 4.758x e 5.258x per il metodo *Comparable Companies* applicato a Cerved Gruppo e tra 4.835x e 5.335x e tra 4.793x e 5.293x per il metodo *Comparable Companies* applicato alle divisioni Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management* attraverso l'approccio *sum-of-the-parts*. Nell'applicazione di tale metodo, Lazard ha esaminato la valutazione borsistica di alcune società quotate operanti nel settore *Data Intelligence* e in quello del *Credit Management* ritenute rilevanti per la valutazione di Cerved. In particolare, sulla base delle informazioni finanziarie disponibili al pubblico, sono stati identificati alcuni moltiplicatori di riferimento, i quali sono stati poi applicati ai corrispondenti dati finanziari di Cerved Gruppo, Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management* desunti dal *business plan* fornito dal *management* di Cerved. In particolare, è stato utilizzato un multiplo P/E pari a 25.0x e 22.6x

rispettivamente per il 2021 e il 2022, applicato all'utile netto 2021 e 2022 di riferimento di Cerved Gruppo, un multiplo P/E pari a 31.7x e 28.6x rispettivamente per il 2021 e il 2022, applicato all'utile netto 2021 e 2022 di riferimento di Cerved *Data Intelligence*, e un multiplo P/E pari a 11.8x e 10.7x rispettivamente per il 2021 e il 2022, applicato all'utile netto 2021 e 2022 di riferimento di Cerved *Credit Management*. Anche se nessuna delle società selezionate è del tutto confrontabile con Cerved, le società analizzate sono società quotate in borsa che svolgono attività e/o hanno altre caratteristiche (linee di business, mercati, rischi di azienda, prospettive di crescita, maturità del business, dimensione e dimensione di affari) che, ai fini della presente analisi, Lazard considera significative per la valutazione di Cerved Gruppo, Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management*. Si evidenzia altresì che le analisi delle società comparabili si riferiscono unicamente al punto di vista di un azionista di minoranza, in quanto le stesse fanno riferimento a prezzi negoziati sul mercato, e quindi espressione del flottante azionario.

All'esito dell'applicazione, pur sottolineando come ciascuna metodologia utilizzata presenti elementi di forza e limitazioni, e come la natura stessa di alcune informazioni disponibili potrebbe influenzare l'attendibilità di alcune di queste metodologie, Lazard ha concluso alla data del rilascio della Fairness Lazard che il Rapporto di Cambio sia congruo, da un punto di vista finanziario, per la Società in relazione alla Fusione.

5.2.2 Da ultimo, il Comitato osserva come la Società, sotto il profilo procedurale, abbia posto in essere i presidi necessari ai fini della corretta qualificazione dell'Operazione e del suo conseguente assoggettamento alle rilevanti disposizioni della Procedura e del Regolamento Consob.

Inoltre, come sopra rappresentato, la Società, in ottemperanza alla Procedura, ha garantito al Comitato idonei flussi informativi e supporti documentali nonché un'adeguata interlocuzione con gli esponenti della Società al fine della valutazione dell'Operazione da parte del Comitato stesso.

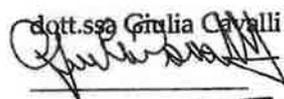
6. CONCLUSIONI

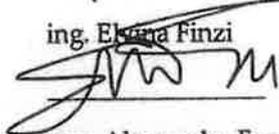
Alla luce di tutto quanto precede, il Comitato ritiene che l'Operazione, ove realizzata ai termini e alle condizioni indicati nella documentazione da esso esaminata,

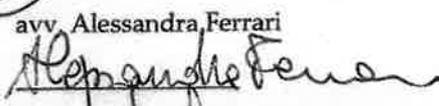
è tenuto conto dei documenti e delle informazioni a disposizione del Comitato, sia effettuata a condizioni convenienti per la Società.

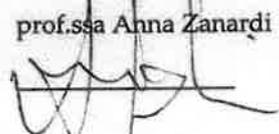
Conseguentemente, per quanto di propria competenza, il Comitato esprime, all'unanimità, il proprio parere favorevole sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, avendo altresì accertato la convenienza e correttezza sostanziale e procedurale delle relative condizioni.

San Donato Milanese, 9 dicembre 2021

dott.ssa Giulia Cavalli


ing. Elena Finzi


avv. Alessandra Ferrari


prof.ssa Anna Zanardi


Lazard – Strettamente confidenziale

TRADUZIONE DI CORTESIA

Cerved Group S.p.A.
Via dell'Unione Europea n. 6A-6B,
20097 - San Donato Milanese (MI)
Att.ne: Comitato Operazioni Parti Correlate

Dicembre 9, 2021

Egregi Membri del Comitato:

siamo stati informati del fatto che l'amministratore unico di Castor Bidco S.p.A. ("Castor Bidco"), una società di nuova costituzione il cui capitale sociale è interamente detenuto da Castor S.p.A., ed il consiglio di amministrazione di Cerved Group S.p.A. (la "Società") intendono approvare un progetto di fusione, di cui abbiamo ricevuto una bozza datata il 7 dicembre 2021 (il "Progetto di Fusione"), ai sensi del quale Castor Bidco sarà fusa per incorporazione con e nella Società (la "Fusione" o l'"Operazione"). In particolare, il Progetto di Fusione prevede che, a seguito della Fusione, Castor S.p.A., azionista unico di Castor Bidco ("Castor"), riceverà 5.000,1386 azioni ordinarie, prive di valore nominale, della Società per ogni azione ordinaria di Castor Bidco (il "Rapporto di Cambio").

Si prega di notare che, sebbene alcune previsioni del Progetto di Fusione siano riassunte nel presente parere, i termini della Fusione sono descritti più specificamente nel Progetto di Fusione.

Avete richiesto il parere di Lazard S.r.l. ("Lazard") alla data odierna in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio per la Società in relazione alla Fusione.

Ai fini del presente parere, abbiamo:

- (i) esaminato i termini e le condizioni finanziarie del Progetto di Fusione;
- (ii) esaminato alcune informazioni finanziarie e commerciali storiche relative alla Società e a Castor Bidco;
- (iii) esaminato varie previsioni finanziarie e altri dati che ci sono stati forniti dalla Società con riferimento all'attività della Società stessa;
- (iv) discusso, con i *senior managers* della Società, l'attività e le prospettive di quest'ultima;
- (v) esaminato informazioni pubbliche relative ad altre società operanti in settori da noi ritenuti in linea di principio rilevanti nella valutazione del *business* della Società;
- (vi) esaminato i corsi azionari storici e i volumi delle contrattazioni relativi alle azioni ordinarie della Società; e

Lazard S.r.l.
via dell'Orso, 2
20121 Milano
+39 02 723121 tel
+39 02 860592 fax
www.lazard.com

(vii) condotto altri studi, analisi ed indagini finanziarie da noi ritenuti opportuni.

Ai fini della predisposizione del presente parere abbiamo assunto e fatto affidamento, senza alcuna verifica indipendente, sulla correttezza e completezza di tutte le informazioni di cui sopra, incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie, le altre informazioni e le relazioni forniteci o discusse con noi e tutte le dichiarazioni reseci. Non abbiamo intrapreso alcuna indagine o valutazione indipendente di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni. Non abbiamo fornito, ottenuto o esaminato, per vostro conto, alcun parere specialistico, quali a titolo esemplificativo ma non esaustivo, pareri legali, contabili, attuariali, ambientali, informatici o fiscali, e, di conseguenza, il nostro parere non tiene in considerazione le possibili implicazioni di tali tipi di parere.

Abbiamo, inoltre, assunto che la valutazione delle attività e delle passività di Castor Bidco effettuata da Ion Investment Group Limited (l'azionista di controllo di Castor Bidco) e la valutazione delle attività e delle passività e le previsioni della Società relative ai profitti e ai flussi di cassa, incluse le proiezioni relative alle future spese in conto capitale, effettuate dal *management* della Società siano congrue e ragionevoli. Non abbiamo sottoposto ad analisi, valutazioni o stime indipendenti le attività o le passività (potenziali e non) della Società o di Castor Bidco ovvero non abbiamo condotto analisi, valutazioni o stime indipendenti in merito alla solvibilità o al *fair value* della Società o di Castor Bidco e non è stata da noi fornita alcuna valutazione o stima a tal riguardo. Per quanto concerne le previsioni e le proiezioni finanziarie utilizzate nelle nostre analisi, abbiamo assunto che esse siano state predisposte ragionevolmente sulla base delle più accurate stime ed opinioni, ad oggi disponibili, del *management* della Società, concernenti i risultati futuri di operazioni e sulla base della situazione finanziaria futura e sulla futura *performance* della Società, ed abbiamo assunto che tali previsioni e proiezioni finanziarie si realizzeranno nelle quantità e nei tempi ivi previsti. Non assumiamo alcuna responsabilità od obbligazione né esprimiamo alcun punto di vista in relazione ad alcuna di tali previsioni o proiezioni ovvero in merito alle assunzioni sulle quali si fondano.

Ai fini della predisposizione del presente parere, abbiamo assunto che l'Operazione sarà posta in essere in conformità con i termini e le condizioni di cui al Progetto di Fusione senza rinunce o modifiche di alcun termine sostanziale della stessa. Abbiamo assunto altresì che tutte le approvazioni o autorizzazioni governative, regolamentari o di altro tipo, necessarie ai fini del completamento della Fusione, saranno ottenute senza che vi sia alcuna riduzione dei benefici derivanti dalla Fusione per i possessori di azioni ordinarie, prive di valore nominale, della Società ad eccezione di Castor (gli "Azionisti della Società") ovvero senza che vi sia alcun effetto negativo sulla Società, su Castor Bidco o su Castor.

Inoltre, il nostro parere si basa necessariamente sulle condizioni finanziarie, economiche, monetarie, di mercato e sulle altre condizioni esistenti alla data del presente parere, nonché sulle informazioni che ci sono state fornite alla stessa data. Gli eventi ovvero le circostanze verificatisi successivamente a tale data (incluse modifiche legislative e regolamentari) potrebbero incidere sul presente parere e sulle assunzioni utilizzate nella predisposizione dello stesso, tuttavia noi non abbiamo alcun obbligo di aggiornare, modificare o confermare il presente parere. Si fa presente, inoltre, che l'attuale volatilità e l'andamento del mercato creditizio e finanziario relativi, tra le altre cose, alla pandemia da Covid-19, potrebbero o meno avere un effetto sulla Società, su Castor Bidco e/o sull'Operazione e noi non esprimiamo alcun parere sugli effetti che tale volatilità o tale andamento di mercato potrebbero avere per la Società, per Castor Bidco e per l'Operazione.

Noi agiamo in qualità di consulente finanziario del Comitato Parti Correlate della Società (il "Comitato") in relazione all'Operazione e saremo remunerati per i nostri servizi, la cui commissione sarà versata dalla Società al momento della consegna del presente parere. Lazard o le

altre società del Gruppo Lazard hanno in passato fornito servizi di consulenza finanziaria alla Società per i quali sono state corrisposte commissioni di rito e potrebbero in futuro fornire servizi di consulenza finanziaria alla Società, a Castor o a società o persone a questi collegate per i quali potrebbero essere corrisposte le commissioni di rito. Inoltre, le azioni e gli altri titoli della Società potrebbero essere negoziati dalle società appartenenti al Gruppo Lazard per proprio conto e per conto dei propri clienti che, conseguentemente, potrebbero in qualsiasi momento detenere posizioni lunghe o corte in relazione a tali titoli e potrebbero anche scambiare e detenere titoli per conto della Società, di Castor Bidco, Castor e/o di alcune delle società o persone a questi collegate. Non esprimiamo alcun parere in merito al prezzo al quale le azioni della Società potrebbero essere scambiate in un qualunque momento.

Il presente parere è espresso esclusivamente a vantaggio del Comitato (in virtù della carica ricoperta) nella sua piena autonomia di giudizio in relazione alla Fusione e ai fini della stessa, mentre non è stato espresso per conto né a beneficio di e non conferirà diritti o rimedi agli azionisti della Società, di Castor Bidco, di Castor o ad alcun altro soggetto. Nessuno potrà fare affidamento sul presente parere, né questo sarà usato da soggetti diversi dal Comitato per alcun diverso fine. Il presente parere ha ad oggetto soltanto la congruità, alla data odierna, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio in relazione alla Fusione per la Società, e non valuta alcun altro aspetto o implicazione dell'Operazione, ivi compresa, a titolo esemplificativo e senza limitazione alcuna, qualsiasi problematica di natura legale, fiscale, regolamentare o contabile ovvero la forma o la struttura dell'Operazione ovvero ogni contratto o accordo stipulato in relazione con l'Operazione ovvero contemplato ai sensi dell'Operazione stessa o i diritti di recesso degli Azionisti della Società. In relazione al nostro incarico non siamo stati autorizzati a sollecitare, né tantomeno abbiamo sollecitato, indicazioni da parti terze con riguardo ad una potenziale operazione con la Società. Il presente parere non si esprime sul merito dell'Operazione rispetto ad altre operazioni realizzabili o strategie attuabili da parte della Società ovvero sui meriti delle decisioni sulla base delle quali la Società ha deciso di impegnarsi nell'Operazione. Il presente parere non costituisce una raccomandazione in relazione alle modalità ai sensi delle quali gli Azionisti della Società dovrebbero votare ovvero agire in relazione alla Fusione ovvero a qualsiasi altro problematica ad essa inerente.

Prendiamo atto che il Rapporto di Cambio sarà determinato ed approvato dall'amministratore unico di Castor Bidco e dal consiglio di amministrazione della Società e sarà oggetto di una relazione che sarà redatta dall'esperto nominato congiuntamente da Castor Bidco e dalla Società ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile. Le analisi finanziarie e le metodologie da noi utilizzate nella redazione del presente parere potrebbero differire, in tutto o in parte, dalle analisi e metodologie utilizzate da tale esperto, determinando così risultati potenzialmente diversi.

Quanto segue rappresenta una breve sintesi delle principali analisi e valutazioni in materia finanziaria che Lazard ha ritenuto opportune in relazione alla predisposizione del proprio parere. Tale sintesi, di conseguenza, non costituisce una descrizione completa delle più approfondite analisi e valutazioni che sono alla base di tale parere. La predisposizione di una *fairness opinion* comporta un processo complesso che si fonda su vari elementi, tra i quali i metodi di analisi e di valutazione più appropriati e pertinenti e l'applicazione di tali metodi a circostanze particolari, e, quindi, non consente una semplice descrizione sintetica. Considerare unicamente singole parti delle analisi effettuate ovvero la relativa sintesi di seguito riportata, senza procedere ad una valutazione complessiva, potrebbe determinare un esame incompleto o fuorviante delle analisi sottostanti il parere di Lazard.

Al fine di condurre le proprie analisi e valutazioni, Lazard ha considerato l'andamento del settore di riferimento, del *business* generale, le condizioni economiche, di mercato e finanziarie ed altri elementi, molti dei quali non possono essere influenzati dalla Società e da Castor Bidco. Nessuna impresa o azienda utilizzata nelle analisi e nelle valutazioni di Lazard risulta esattamente

identica alla Società e a Castor Bidco e nemmeno la valutazione stessa dei risultati di tali analisi è frutto di un semplice calcolo matematico. Piuttosto, le analisi e valutazioni comportano considerazioni e giudizi complessi riguardanti le caratteristiche finanziarie e operative oltre agli altri fattori che potrebbero influire sulla negoziazione o su altri valori delle imprese o delle aziende analizzate da Lazard. Le stime contenute nelle analisi e i *range* di valutazione derivanti da ogni analisi particolare non sono necessariamente indicativi dei valori reali o consentono di prevedere risultati o valori futuri, i quali, invece, possono discostarsi più o meno significativamente da quelli suggeriti da Lazard nelle sue analisi e valutazioni. Inoltre, le analisi e le valutazioni relative al valore delle imprese, delle aziende o dei titoli non possono essere considerate delle perizie né possono riflettere i prezzi ai quali le imprese, le aziende o i titoli possono effettivamente essere ceduti. Di conseguenza, le stime utilizzate ed i risultati ottenuti dalle analisi condotte da Lazard sono intrinsecamente caratterizzate da una sostanziale incertezza. La sintesi delle analisi e valutazioni riportate di seguito include dati ed informazioni in forma di tabelle. Al fine di comprendere appieno le analisi e le valutazioni di Lazard, la tabella deve essere letta insieme al testo esplicativo. La tabella da sola non costituisce una descrizione completa delle analisi e valutazioni di Lazard. Prendere in considerazione i dati nella tabella sottostante, senza considerare la descrizione completa delle analisi e delle valutazioni, ivi incluse le metodologie e le ipotesi alla base delle analisi e delle valutazioni, potrebbe creare una visione fuorviante o incompleta delle analisi di Lazard. Salvo ove diversamente previsto, i valori di seguito indicati, nella misura in cui essi si fondano su dati di mercato, si basano su dati di mercato percepiti al o prima del 3 dicembre 2021 e non sono necessariamente indicativi di condizioni di mercato reali.

ANALISI FINANZIARIE

Il prezzo delle azioni ordinarie di Cerved è stato calcolato utilizzando diverse metodologie, tra cui l'analisi dei flussi di cassa attualizzati, sia a livello di gruppo che per somma delle parti, e l'analisi delle società comparabili, sia a livello di gruppo che per somma delle parti, considerando come anni di riferimento le stime al 2021 e al 2022.

Per determinare un *range* di rapporti di cambio per ciascuna metodologia di valutazione utilizzata, il prezzo delle azioni ordinarie di Castor Bidco è stato calcolato come somma delle seguenti componenti: (i) l'*Equity Value* della partecipazione di Castor Bidco in Cerved (pari a 89,4% al 31 ottobre 2021) calcolato attraverso le suddette metodologie; e (ii) l'ammontare complessivo dei crediti e delle disponibilità liquide presenti nello Stato Patrimoniale di Castor Bidco al 31 ottobre 2021 (pari a €766,2m, di cui €763,6m di crediti e €2,6m di liquidità). Del totale ammontare di crediti, €762,6m fanno riferimento ad una lettera d'impegno tra Castor e Castor Bidco che rappresenta un obbligo irrevocabile e incondizionato di pagamento. Tale importo deve essere estinto entro la data di firma dell'atto di fusione, o prima se richiesto da Castor Bidco. Segnaliamo che lo Stato Patrimoniale di Castor Bidco al 31 ottobre 2021 non è stato sottoposto a revisione contabile. Come segnalato sopra, abbiamo fatto affidamento sulle informazioni e dati forniteci (ivi incluso tale Stato Patrimoniale) senza svolgere alcuna verifica indipendente.

I *range* del rapporto di cambio si basano sul risultato dell'analisi per ciascuna metodologia di valutazione +/- 250x.

Analisi dei Flussi di Cassa Attualizzati

Sulla base delle proiezioni del *management* della Società e delle discussioni con il *management* della Società, Lazard ha eseguito un'analisi dei flussi di cassa attualizzati della Società ("FCA di Gruppo") per calcolare il valore attuale stimato dei flussi di cassa *stand-alone, unlevered* ed al netto delle imposte, che la Società potrebbe generare durante gli esercizi fiscali chiusi tra il

31 Dicembre 2021 ed il 31 dicembre 2025. Lazard ha anche calcolato un *terminal value* applicando una *perpetuity* attraverso il *Gordon Growth Method*, utilizzando un tasso di crescita perpetua derivato dall'analisi dei *report* degli analisti di ricerca per società comparabili e dal tasso di inflazione italiano a lungo termine stimato dal FMI. Il *range* del tasso di crescita perpetua applicato è pari a 1,65% – 1,95%. I flussi di cassa *stand-alone, unlevered* ed al netto delle imposte ed i *terminal value* sono stati attualizzati utilizzando tassi di sconto compresi tra 7,00% e 7,50%, sulla base di un'analisi del costo medio ponderato del capitale delle società comparabili utilizzate nella metodologia di valutazione basata sull'analisi delle società comparabili. I risultati di queste analisi hanno implicato un rapporto di cambio nel *range* di 4,698x – 5,198x.

Lazard ha inoltre svolto un'analisi di somma delle parti dei flussi di cassa attualizzati di Cerved *Data Intelligence* e di Cerved *Credit Management* per calcolare il valore attuale stimato dei flussi di cassa *stand-alone, unlevered* ed al netto delle imposte, che Cerved *Data Intelligence* e Cerved *Credit Management* potrebbero generare negli anni fiscali compresi tra il 31 dicembre 2021 e il 31 dicembre 2025. Lazard ha anche calcolato un *terminal value* applicando una *perpetuity* attraverso il *Gordon Growth Method*, utilizzando un tasso di crescita perpetua derivato dall'analisi dei *report* degli analisti di ricerca per società comparabili e dal tasso di inflazione italiano a lungo termine stimato dal FMI. Il *range* del tasso di crescita perpetua applicato è stato pari a 1,85% – 2,15% per Cerved *Data Intelligence* e 1,25% – 1,55% per Cerved *Credit Management*. I flussi di cassa *stand-alone, unlevered* ed al netto delle imposte ed i *terminal values* sono stati attualizzati utilizzando tassi di sconto compresi tra 7,00% e 7,50% sia per Cerved *Data Intelligence* che per Cerved *Credit Management*. I risultati di queste analisi hanno implicato un rapporto di cambio nel *range* di 4,677x – 5,177x.

Analisi di Società Comparabili

Lazard ha esaminato e valutato alcune società quotate operanti nei settori del *Data Intelligence* e *Credit Management* che, per quanto a conoscenza di Lazard in relazione a tali settori, risultano in linea di principio rilevanti nella valutazione della Società. Nello svolgimento di tali analisi, Lazard ha esaminato e valutato le informazioni finanziarie pubblicamente disponibili relative a società ritenute in linea di principio rilevanti nella valutazione della Società ed ha comparato tali informazioni con le corrispondenti informazioni della Società sulle base delle previsioni del *management* della Società stessa.

In particolare, Lazard ha comparato la Società alle seguenti sei società nel settore del *Data Intelligence* e alle seguenti tre società nel settore del *Credit Management*: Experian, Equifax, TransUnion, Fair Isaac Corporation, Dun & Bradstreet e Tinexta (*Data Intelligence*); Intrum, Kruk e doValue (*Credit Management*).

Anche se nessuna delle società selezionate risulta perfettamente confrontabile alla Società, le società analizzate sono società quotate in borsa che svolgono operazioni e/o hanno altre caratteristiche (aree di attività, mercati, rischi di azienda, prospettive di crescita, maturità del *business*, dimensione e dimensioni di affari) che, ai fini della presente analisi, Lazard ha considerato in linea di principio rilevanti nella valutazione del *business* della Società.

Sulla base delle stime degli analisti di ricerca e di altre informazioni pubblicamente disponibili, Lazard ha analizzato, tra l'altro, la capitalizzazione di mercato di ogni società selezionata in termini di multiplo dei profitti previsti di tali società comparabili, per ciascuno degli esercizi fiscali chiusi tra il 31 dicembre 2021 ed il 31 dicembre 2022.

Nello svolgimento del metodo delle società comparabili, Lazard ha applicato:

- I. il multiplo P/E medio di società comparabili (sia nel settore del *Credit Management* che in quello del *Data Intelligence*) all’utile netto di Cerved Group (“Trading di Gruppo”);
- II. il multiplo P/E medio di società comparabili del settore *Data Intelligence* all’utile netto della divisione *Data Intelligence* di Cerved ed il multiplo P/E medio di società comparabili del settore *Credit Management* all’utile netto della divisione *Credit Management* di Cerved (“Trading Somma delle Parti”).

Sulla base di quanto precede, Lazard ha applicato multipli P/E pari a 25,0x e 22,6x agli utili netti stimati per la Società per l’anno solare 2021E e 2022E con riferimento al metodo *Trading di Gruppo*; Lazard ha applicato multipli P/E pari a 31,7x e 28,6x agli utili netti stimati per Cerved *Data Intelligence* per l’anno solare 2021E e 2022E e multipli P/E pari a 11,8x e 10,7x agli utili netti stimati per Cerved *Credit Management* per l’anno solare 2021E e 2022E con riferimento al metodo *Trading Somma delle Parti* al fine di calcolare un *range* di prezzo per azione implicito utilizzando i profitti della Società stimati nelle proiezioni del *management* della Società.

I risultati di queste analisi hanno implicato un rapporto di cambio nel *range* di 4,793x – 5,293x (per *Trading di Gruppo* basato sui dati 2021E), nel *range* di 4,758x – 5,258x (per *Trading di Gruppo* basato sui dati 2022E), nel *range* di 4,835x – 5,335x (per *Trading Somma delle Parti* basato sui dati 2021E) e nel *range* di 4,793x – 5,293x (per *Trading Somma delle Parti* basato sui dati 2022E).

Ulteriori analisi della Società

Le analisi e i dati descritti di seguito sono stati svolti solo a scopo informativo e non costituiscono materiale per la predisposizione del parere di Lazard.

Prezzi di Mercato

Lazard ha esaminato i corsi azionari storici (e i volumi delle contrattazioni) delle azioni ordinarie della Società per un periodo di 52 settimane precedenti alla data del 8 marzo 2021 (data dell’OPA volontaria di Castor Bidco). Durante tale periodo, il prezzo di negoziazione giornaliero delle azioni ordinarie della Società è variato tra circa €4,93 e €7,81 per azione. Lazard ha inoltre esaminato i corsi azionari storici delle azioni ordinarie della Società per periodi progressivi pari a uno, tre, sei e dodici mesi precedenti alla data del 8 marzo 2021. I periodi di tempo progressivi vengono impiegati per individuare l’andamento del prezzo delle azioni della Società ed isolare l’effetto di specifici eventi aziendali o altri eventi che possano influenzare il prezzo delle azioni. Nella seguente tabella sono riportati i risultati di tali analisi:

Termine del periodo precedente la data del 8 marzo 2021	<i>Range</i> di rapporto di cambio
Periodo di 1 mese	5,388x – 5,888x
Periodo di 3 mesi	5,370x – 5,870x
Periodo di 6 mesi	5,489x – 5,989x
Periodo di 12 mesi	5,546x – 6,046x

Per il calcolo del rapporto di cambio, il periodo di 6 mesi è stato utilizzato come riferimento e ha portato ad un rapporto di cambio nel *range* di 5,489x – 5,989x.

Prezzi Target degli Analisti di Ricerca

Lazard ha valutato i *report* degli analisti di ricerca sulla Società rilasciati tra il 9 marzo 2021 ed il 30 luglio 2021. L'applicazione del prezzo *target* medio degli analisti di ricerca per Cerved ha portato ad un rapporto di cambio nel *range* di 4,785x – 5,285x.

Prezzo dell'OPA volontaria

Lazard ha anche analizzato il prezzo corrisposto da Castor Bidco nel contesto dell'OPA volontaria su Cerved (€10,20 per azione). Sulla base di tale prezzo, il rapporto di cambio è pari a 4,994x.

CRITICITÀ E LIMITAZIONI

Nello svolgimento delle nostre analisi e valutazioni finanziarie, sono state identificate le seguenti criticità e limitazioni. Si segnala che eventuali modifiche o differenze rispetto a quanto segue potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle nostre analisi e valutazioni.

- (i) Cerved e Castor Bidco sono state valutate considerando bilanci relativi a date diverse, ovvero al 30 settembre 2021, data di valutazione di riferimento per Cerved, ed al 31 ottobre 2021, per Castor Bidco.
- (ii) La partecipazione di Castor Bidco in Cerved utilizzata per l'analisi valutativa è quella al 31 ottobre 2021 (pari al 89,40%). Dal 31 ottobre 2021 ad oggi Castor Bidco ha acquistato sul mercato ulteriori azioni di Cerved, aumentando quindi la propria partecipazione fino all'attuale 91,1%. Tuttavia, il numero aggiornato di azioni non potrebbe essere utilizzato ai fini della valutazione in quanto non è disponibile un bilancio aggiornato di Castor Bidco (che tenga conto dell'impatto di cassa per l'acquisto di tali azioni aggiuntive).
- (iii) Le voci sulla potenziale cessione della divisione *Credit Management* di Cerved hanno influenzato sia i prezzi delle azioni ordinarie di Cerved sia le stime dei prezzi *target* nel periodo precedente l'annuncio della Fusione.
- (iv) Le stime di *consensus* degli analisti di ricerca non sono, per loro natura, basate sull'approccio analitico *bottom-up* normalmente intrapreso da Cerved nella preparazione di un *business plan*. Le variazioni dei dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle analisi.
- (v) Le stime e le proiezioni contenute nel *broker consensus* e nelle previsioni del *management* della Società utilizzate per le analisi di valutazione, nonché i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, dipendono in misura sostanziale dalle condizioni macroeconomiche e politiche e dal contesto competitivo in cui opera Cerved. L'attuale incertezza macroeconomica e i possibili cambiamenti delle variabili del contesto di riferimento potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle analisi effettuate. Pertanto, cambiamenti nelle ipotesi sottostanti le previsioni del *management* della Società potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati sottostanti tali analisi.

- (vi) Una percentuale significativa del valore dei flussi di cassa attualizzati è rappresentata dal *terminal value*, che è altamente sensibile alle ipotesi effettuate per variabili chiave quali il tasso di crescita perpetua, la struttura finanziaria *target* e la redditività normalizzata, variabili che sono soggettive ed altamente aleatorie.
- (vii) Per quanto riguarda l'analisi delle società comparabili, segnaliamo che l'affidabilità di questa metodologia è limitata da una serie di fattori, tra cui il fatto che il numero di società comparabili sia limitato ed il loro portafoglio prodotti, la loro esposizione geografica ed il loro modello di *business* differiscono da quello di Cerved, così come tra le stesse società comparabili.

* * *

Il presente parere è riservato e Voi non potrete divulgarlo, comunicarlo o fare riferimento allo stesso (in tutto o in parte) a terzi ad alcun fine senza la nostra previa autorizzazione scritta, ad esclusione del fatto che il presente parere potrà essere incluso quale allegato al parere del Comitato da pubblicare ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato, ed il suo Allegato 4.

Il presente parere è stato predisposto in lingua inglese e qualora vengano messe a disposizione traduzioni del presente parere, tali traduzioni verranno fornite unicamente per comodità di consultazione e non avranno alcun valore legale; non rilasciamo alcuna dichiarazione riguardo alla fedeltà di tali traduzioni (né accettiamo alcuna responsabilità a tal riguardo). Il presente parere sarà disciplinato e interpretato in conformità alla legge italiana.

Sulla base e alla luce di quanto sopra descritto, riteniamo che, alla data odierna, il Rapporto di Cambio sia congruo, dal punto di vista finanziario, per la Società in relazione alla Fusione.

Distinti saluti.

Lazard S.r.l.

Sottoscritto da: _____

Allegato 2 Parere sul Rapporto di Cambio

PARERE VALUTATIVO AVENTE PER OGGETTO
LA STIMA DEL CONCAMBIO AZIONARIO NELLA
FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI CASTOR BIDCO S.P.A.
IN CERVED GROUP S.P.A.

Prof. Giuliano Iannotta

Prof. Gabriele Villa

Milano, 8 dicembre 2021

INDICE

I.	PREMESSA	3
II.	LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E LA DATA DI RIFERIMENTO.....	5
III.	I LIMITI DEL PRESENTE PARERE. LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE.....	7
IV.	LE VALUTAZIONI DI FUSIONE: I PROFILI METODOLOGICI E LE CIRCOSTANZE RILEVANTI NELLA FATTISPECIE IN ESAME.	9
	IV.A. La natura del processo valutativo	9
	IV.B. La configurazione di valore e i metodi di stima.....	11
V.	IL VALORE ECONOMICO DI CERVED E BIDCO.....	14
	V.A. Il valore economico di Cerved	14
	<i>V.A.1. Le premesse</i>	14
	<i>V.A.2. Il Prezzo OPA</i>	14
	<i>V.A.3. Il DCF</i>	16
	<i>V.A.4. Le sintesi valutative</i>	21
	V.B. Il valore economico di Bidco	22
	<i>V.B.1. Le premesse</i>	22
	<i>V.B.2. Il metodo patrimoniale</i>	23
	<i>V.B.3. Le sintesi valutative</i>	25
VI.	IL RAPPORTO DI CAMBIO.....	26

I. PREMESSA

In data 8 luglio 2021 è stato pubblicato il documento di offerta (il “**Documento di Offerta**”) con il quale Castor Bidco S.p.A. (“**Bidco**”) ha promosso ai sensi degli artt. 102 e 104, comma 4, del Testo Unico della Finanza (“**TUF**”) un’offerta pubblica volontaria sulla totalità delle azioni di Cerved Group S.p.A. (rispettivamente l’“**Offerta**” o l’“**OPA**” e “**Cerved**”), quotate sul Mercato Euronext Milan, ivi incluse le azioni proprie. L’Offerta era stata preannunciata in data 8 marzo 2021 con la comunicazione prevista dagli artt. 102, comma 1, del TUF e 37, comma 1 del Regolamento di attuazione del TUF contenente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il “**Regolamento Emittenti**”) diffusa da Castor S.p.A.. Successivamente alla data di tale annuncio, come reso noto al mercato in data 25 marzo 2021, Castor S.p.A. ha assunto la decisione di promuovere l’Offerta per il tramite di Bidco.

In data 26 agosto 2021, con il comunicato stampa diffuso ai sensi degli artt. 36 e 43 del Regolamento Emittenti, Bidco ha portato a conoscenza del mercato, tra le altre, le decisioni: (i) di incrementare il corrispettivo dell’OPA, inizialmente fissato in € 9,50 per azione, a € 10,20 per azione; (ii) di innalzare la condizione di efficacia dell’Offerta dal 50% più un’azione all’80% del capitale sociale di Cerved.

In data 15 luglio 2021 è stato diffuso al mercato il “*Comunicato del c.d.a. di Cerved Group S.p.A.*” (il “**Comunicato dell’Emittente**”) ai sensi dell’art. 103 del TUF, al quale hanno fatto seguito due successivi comunicati di aggiornamento, rispettivamente in data 5 agosto 2021 (il “**Primo Comunicato di Aggiornamento**”) e in data 29 agosto 2021 (il “**Secondo Comunicato di Aggiornamento**”).

Dopo una prima delibazione negativa della congruità dal punto di vista finanziario del prezzo OPA di € 9,50 per azione, formalizzata nel Comunicato dell’Emittente, il c.d.a. di Cerved nel Secondo Comunicato di Aggiornamento ha osservato che “... *il Corrispettivo Incrementato si colloca nei range di congruità indicati nel Comunicato dell’Emittente, ancorché nella parte bassa di tali range ... A tale riguardo si evidenzia che le valutazioni contenute nelle fairness opinion rilasciate dagli Advisor Finanziari ... restano valide e confermate, non essendo intervenute variazioni significative degli elementi considerati dagli stessi?*” (Secondo Comunicato di Aggiornamento, p. 3).

Come indicato nella Sezione G, Paragrafo G.2 del Documento di Offerta, l’OPA è stata indirizzata ad acquisire l’intero capitale sociale di Cerved al fine di ottenerne il *delisting*.

All'esito dell'OPA, e per effetto degli acquisti successivamente effettuati, Bidco è venuta a detenere l'89,4% di Cerved al 31 ottobre 2021, data di riferimento della situazione patrimoniale predisposta ex art. 2501-*quater* del codice civile; tale quota è stata ulteriormente incrementata a seguito degli acquisti effettuati nel mese di novembre e risulta pari al 90,75% al 19 novembre 2021.

Nel quadro delineato, Bidco e Cerved hanno avviato le attività prodromiche alla realizzazione di una fusione c.d. "inversa", mediante l'incorporazione di Bidco in Cerved (rispettivamente la "**Fusione**", l' "**Incorporanda**" e l' "**Incorporante**").

Il c.d.a. di Cerved, per il tramite dell'amministratore delegato dott. Andrea Mignanelli, ha chiesto agli scriventi, proff. Giuliano Iannotta e Gabriele Villa, di redigere un parere (il "**Parere**") avente per oggetto la stima del rapporto di cambio della Fusione.

Il Parere ha la finalità di offrire al c.d.a. di Cerved un'opinione esterna e indipendente al servizio delle autonome decisioni che il c.d.a. stesso intenderà assumere in ordine alla determinazione del rapporto di cambio della Fusione.

II. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E LA DATA DI RIFERIMENTO

Ai fini della stesura del Parere sono stati esaminati i seguenti documenti:

- il comunicato stampa emesso da Bidco (e diffuso da Cerved) datato 16 novembre 2021, col quale l’Incorporante ha annunciato il superamento della soglia del 90% del capitale dell’Incorporanda (il “**Comunicato di Superamento 90%**”);
- il bilancio d’esercizio e consolidato di Cerved al 31 dicembre 2020, nonché le relazioni finanziarie infrannuali di Cerved al 31 marzo 2021, al 30 giugno 2021 e al 30 settembre 2021 e la bozza della relazione finanziaria semestrale separata di Cerved al 30 giugno 2021 che costituisce la situazione patrimoniale di fusione, in conformità all’articolo 2501-*quater*, secondo comma, del codice civile (la “**Situazione Patrimoniale di Fusione di Cerved**”);
- la situazione patrimoniale di Bidco al 31 ottobre 2021, che costituisce la situazione patrimoniale di fusione di Bidco (la “**Situazione Patrimoniale di Fusione di Bidco**”);
- il Comunicato Finale (come in seguito definito) emesso da Bidco in data 14 settembre 2021;
- il Comunicato dell’Emittente (come sopra definito) pubblicato in data 15 luglio 2021, nonché il Primo Comunicato di Aggiornamento e il Secondo Comunicato di Aggiornamento (come sopra definiti) datati rispettivamente 5 agosto 2021 e 29 agosto 2021;
- il Documento di Offerta (come sopra definito) recante data 8 luglio 2021;
- il documento intitolato “Group Strategic Plan 2021-2023” datato 25 marzo 2021 (il “**Piano Economico-Finanziario**”);
- i dati economico-finanziari e di mercato, tratti da Bloomberg alla data di riferimento della valutazione, del campione costituito dalle seguenti aziende:

Experian PLC;

Equifax Inc.;

TransUnion LLC;

Fair Isaac Corporation;

Dun & Bradstreet Holdings, Inc.;

Tinexta S.p.A..

Nello svolgimento dell’incarico si sono avuti numerosi colloqui con il *management* di Cerved, dai quali sono stati tratti elementi di informazione rilevanti sul piano valutativo, oltre ad elementi di dettaglio a integrazione della documentazione sopra elencata.

La data di riferimento della stima è il 31 ottobre 2021, che coincide con la data della situazione patrimoniale di Bidco predisposta, secondo la disciplina codicistica, per la Fusione. Dal 31 ottobre 2021 – per quanto a conoscenza degli scriventi – non sono intervenuti eventi, circostanze o accadimenti tali di incidere sulla valutazione di Cerved e Bidco e, dunque, sul rapporto di cambio.

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio si è peraltro tenuto conto degli acquisti delle azioni Cerved effettuati da Bidco fino al 19 novembre 2021. Ne deriva che, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, la Situazione patrimoniale di Fusione è stata integrata per tener conto degli acquisti in parola, secondo le modalità che saranno illustrate nel prosieguo.

In definitiva, le conclusioni contenute nel presente Parere sono valide alla data di rilascio dello stesso, fermo restando che il numero di azioni detenuto da Bidco in Cerved è cristallizzato alla data del 19 novembre 2021.

III. I LIMITI DEL PRESENTE PARERE. LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE

Il Parere deve essere interpretato alla luce dei limiti e delle assunzioni che seguono:

- a) il Parere: (i) è stato redatto a uso esclusivo del c.d.a. di Cerved con la finalità e l'oggetto indicati nel § I.; (ii) non potrà essere divulgato o riprodotto, in tutto o in parte, senza il preventivo consenso scritto degli scriventi, salvo i casi previsti dalla legge; (iii) i risultati in esso espressi derivano da scelte di ordine metodologico e da modalità tecnico-applicative di calcolo dei parametri di riferimento coerenti con l'oggetto e le finalità sopra illustrati: ne deriva che tali risultati non possono – né potranno – essere utilizzati per finalità diverse rispetto a quella dichiarata. Gli scriventi non potranno in alcun caso essere ritenuti responsabili per perdite o danni, di qualunque natura o genere, che dovessero essere subiti da terzi a seguito dell'utilizzo non autorizzato del Parere;
- b) il Parere è stato redatto facendo pieno e totale affidamento sulle informazioni e sui documenti che sono stati trasmessi da Cerved e da Bidco. I dati e le informazioni contenuti in tali documenti sono stati utilizzati facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza, nonché, per quanto riguarda i documenti di previsione, sulla ragionevolezza e credibilità aziendale delle proiezioni. Nessuna verifica indipendente, come espressamente previsto nell'incarico affidato, è stata effettuata sui documenti e sulle informazioni ricevuti nei diversi aspetti di veridicità, accuratezza, completezza, ragionevolezza e credibilità. Ciò vale, a titolo esemplificativo, per i bilanci e la Situazione Patrimoniale di Fusione di Cerved e per la Situazione Patrimoniale di Fusione di Bidco. In particolare, il Piano Economico-Finanziario è stato assunto nella configurazione e nell'articolazione che sono state rappresentate senza alcuna verifica indipendente, sul presupposto che esso sia stato elaborato nel rispetto delle migliori informazioni disponibili, rifletta azioni concretamente implementabili nell'orizzonte considerato e sia stato costruito sulla base di assunzioni e secondo criteri, metriche e parametri attendibili, ragionevoli e documentati, nel rispetto delle linee di programmazione che caratterizzano l'attività di Cerved. Parimenti la Situazione Patrimoniale di Fusione di Bidco è stata assunta come tale, senza verifiche, controlli né procedure di revisione di alcun tipo o natura intese ad appurarne la correttezza e l'attendibilità;
- c) le elaborazioni numeriche di cui si dà conto nel Parere sono state effettuate sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. Nulla di quanto esposto nel Parere può essere

interpretato come una garanzia o un'opinione sui futuri andamenti di Cerved. È possibile il verificarsi di eventi successivi alla data del rilascio del presente Parere atti a incidere sul suo contenuto. Non si assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire i contenuti del Parere, salvo il caso in cui ciò venga espressamente richiesto. Alla data di rilascio del Parere non si è a conoscenza di fatti verificatisi o degli effetti conseguenti ad eventi, ivi compresi quelli di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti lo specifico settore in cui opera Cerved o situazioni specifiche della stessa, che determinino se noti, modifiche che abbiano un effetto sulle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali e di mercato poste alla base del presente Parere;

- d) ai fini del presente Parere sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della perdurante volatilità dei mercati;
- e) si è assunto che siano state messe a disposizione tutte le informazioni necessarie e/o opportune al fine di elaborare e rendere il Parere e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza degli scriventi che potrebbero rendere o avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere non veritiere, non complete, non accurate o fuorvianti;
- f) le società comparabili evidenziano, rispetto a Cerved, differenze non marginali inerenti, in particolare, il profilo dimensionale e la gamma di attività svolte. Pertanto, alla luce delle caratteristiche specifiche che caratterizzano ciascuna realtà, la comparabilità ricercata non può che essere parziale.

Da ultimo, il Parere si basa sull'assunzione che nessun azionista eserciti il diritto di recesso.

IV. LE VALUTAZIONI DI FUSIONE: I PROFILI METODOLOGICI E LE CIRCOSTANZE RILEVANTI NELLA FATTISPECIE IN ESAME.

IV.A. La natura del processo valutativo

In via preliminare agli sviluppi che seguono è necessario richiamare i principi di riferimento che guidano la stima del rapporto di cambio in un'operazione di fusione.

Le proposizioni che seguono riprendono, negli aspetti ritenuti rilevanti, le indicazioni che si traggono dai Principi Italiani di Valutazione (“**PIV**”), emessi dall’Organismo Italiano di Valutazione. Come è noto, i PIV codificano la *best practice* e costituiscono un punto di riferimento nella pratica professionale.

I principi cardine che guidano le valutazioni indirizzate alla stima del rapporto di cambio di una fusione possono in sintesi riassumersi come segue:

- a) le valutazioni a fini di fusione hanno l’obiettivo di determinare il rapporto di cambio in base al quale le azioni dell’incorporanda devono essere “scambiate” con quelle dell’incorporante: tale rapporto deve essere congruo, nel profilo finanziario, per le diverse classi di azionisti dell’una e dell’altra società. Atteso che la fusione, sul piano sostanziale, si traduce per gli azionisti delle società interessate in un’operazione di scambio, le valutazioni di fusione devono sempre condurre alla determinazione di valori di scambio;
- b) nelle valutazioni di fusione è necessario garantire omogeneità sia nelle configurazioni di valore, sia nello sviluppo dei metodi di valutazione. Il riferimento a metodi di valutazione omogenei non si traduce di necessità nell’applicazione degli stessi metodi nella stima dei valori economici delle società partecipanti all’operazione, ma nell’utilizzo di un medesimo approccio nell’apprezzare le fonti di reddito e i profili di rischio ai quali è soggetta la loro gestione;
- c) ai fini della determinazione del rapporto di cambio, l’unità di valutazione è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società interessate dall’operazione. La stima dei valori economici delle società nel loro complesso non identifica l’oggetto della valutazione: tale stima traduce, piuttosto, il passaggio propedeutico alla determinazione dei valori delle azioni che compongono il capitale delle società interessate dalla fusione, i quali rappresentano i “valori di scambio” dell’operazione;

- d) il fatto che l'unità di valutazione sia costituita dalle azioni che compongono il capitale sociale delle singole società – e non, invece, dalle aziende nel loro complesso – assume rilevanza nel caso di fusione fra una società quotata e una società non quotata, atteso che in tale circostanza i PIV precisano che “... è necessario considerare il diverso grado di liquidità dei singoli titoli” (PIV, § IV.4.1., p. 310);
- e) le valutazioni di fusione non si possono fondare su criteri meramente comparativi (o relativi), ma devono sempre giungere alla valutazione assoluta e separata delle società; nella stima dei valori assoluti delle società interessate dall'operazione devono essere determinati valori in atto e non valori potenziali, che riflettono ipotesi di miglioramento della gestione in funzione di scelte e decisioni aziendali che non hanno trovato alcuna declinazione operativa e di cui non vi è ancora traduzione nei documenti di programmazione formalizzata;
- f) nel caso di fusioni tra soggetti non indipendenti, come accade nella fattispecie in esame in cui Bidco detiene oltre il 90% di Cerved, le valutazioni assolvono, in ultima istanza, a una funzione di garanzia: il rapporto di concambio deve assicurare alle diverse classi di azionisti e, in particolare, alle minoranze delle società interessate dall'operazione che non vi siano travasi o trasferimenti di ricchezza;
- g) la valutazione delle società, che costituisce, come si è osservato, il passaggio propedeutico alla stima dei valori economici delle singole azioni – le quali rappresentano l'unità di valutazione nell'ambito di una fusione –, viene effettuata nella prassi su basi *stand alone*, senza considerare le sinergie che scaturiranno dalla fusione, avuto riguardo al presupposto che alle sinergie parteciperanno i soci delle due società in funzione del valore a cui rinunciano;
- h) qualora i metodi di valutazione utilizzati implicino il riferimento al “mercato” è necessario considerare i prezzi *ante* annuncio della operazione di integrazione.

Le stime di cui si dà conto nel prosieguo muovono nel quadro delle linee metodologiche che si sono richiamate.

IV.B. La configurazione di valore e i metodi di stima

Gli elementi acquisiti consentono di delineare l'impianto valutativo. Essi richiedono di essere filtrati alla luce delle seguenti circostanze di fatto che definiscono il contesto nel quale si colloca la Fusione.

Le circostanze rilevanti, destinate a influire sulla stima del rapporto di cambio, sono le seguenti:

- (i) Bidco detiene oltre il 90% del capitale di Cerved, sì che la Fusione è realizzata tra soggetti non indipendenti;
- (ii) Bidco, titolare alla data del 19 novembre 2021 del 90,75% del capitale di Cerved, ha comunicato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 108, comma 2, del TUF e dell'art. 50 del Regolamento Emittenti *“che non intende procedere al ripristino di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie Cerved”* (Comunicato di Superamento 90%). A motivo della decisione di non ripristinare il flottante, Bidco è soggetta all'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF (la procedura di *“sell-out”*, nel seguito la **“Procedura”**). Come è noto, una volta conclusa la Procedura – quale che sia il suo esito – le azioni Cerved non saranno più quotate. In definitiva, le azioni Cerved sono destinate a *“trasformarsi”* in titoli non quotati. Si può quindi concludere che la Fusione si configura quale operazione tra due società non quotate, i cui titoli, dunque, hanno il medesimo grado di liquidità;
- (iii) nel mese di settembre 2021 si è conclusa l'OPA: vi è dunque una transazione rilevante, da poco conclusasi, avente per oggetto Cerved, per effetto della quale si è formato un prezzo di mercato, nel quadro di una procedura di offerta vigilata e regolamentata, che ha coinvolto l'intero azionariato di Cerved e, ad esito della quale, tenuto altresì conto degli acquisti successivamente effettuati a un prezzo non superiore al prezzo dell'OPA, Bidco ha acquisito oltre il 90% del capitale di Cerved.

Nel quadro delineato, quale configurazione di valore nella stima del concambio azionario si è privilegiato il Valore di Mercato. Il concambio azionario è stato determinato in funzione dei risultati restituiti da modelli di stima intesi a misurare i valori di mercato dell'azione Cerved e dell'azione Bidco. Il Valore di Mercato *“... di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati”*

che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)” (PIV, § I.6.3.).

La stima dei valori di mercato dell’azione Cerved e dell’azione Bidco è stata effettuata in base ai metodi di seguito illustrati.

Per quanto riguarda Cerved, si è considerato come fondamentale riferimento valutativo il prezzo corrisposto agli azionisti che hanno aderito all’OPA (il “**Prezzo OPA**”).

Il Prezzo OPA ha costituito oggetto di una verifica di congruità effettuata con il metodo DCF. Dopo aver appurato, nell’interlocuzione con le strutture di Cerved, che i risultati della gestione corrente sono allineati alle previsioni formalizzate nel Piano Economico-Finanziario, la verifica è stata effettuata su due livelli: (i) in primo luogo, si è sviluppato un autonomo modello di stima; per tale via si è calcolato il valore economico di Cerved da cui è stato derivato il valore della singola azione; (ii) in secondo luogo, sono stati esaminati gli intervalli di valore per azione restituiti dai DCF sviluppati dagli *Advisor* Finanziari (come definiti di seguito) ai fini delle *fairness opinion* rilasciate al c.d.a. di Cerved, a supporto del giudizio del c.d.a. stesso richiesto dall’art. 103 del TUF, sulla congruità del Prezzo OPA.

Da ultimo, con riguardo a Cerved, in presenza di un prezzo negoziato, che ha riguardato un’aliquota ampia del capitale della società e che costituisce il determinante riferimento di “mercato”, si è ritenuto irrilevante l’utilizzo di multipli di borsa o di transazioni comparabili.

In una graduazione dei metodi di valutazione, il riferimento di mercato costituito dal Prezzo OPA riconduce al metodo principale. Il DCF si configura quale metodo di controllo.

Per quanto concerne Bidco, la stima del Valore di Mercato dell’azione ha richiesto dapprima il calcolo del valore economico della società da cui è stato poi derivato il valore dell’azione.

Nella determinazione del valore economico di Bidco si è considerato che la società è un veicolo di puro investimento che presenta quale asset fondamentale la partecipazione in Cerved, e la cui struttura finanziaria è per intero *equity*.

La valutazione di Bidco, avuto riguardo alla sua natura di *holding*, è stata effettuata con il metodo patrimoniale semplice, in base al quale il valore economico di un’azienda è pari al suo patrimonio netto rettificato, ottenuto ri-esprimendo le attività e le passività in funzione dei rispettivi valori correnti. Sul piano tecnico, il metodo patrimoniale trova applicazione muovendo dal patrimonio netto contabile che risulta dalla situazione di riferimento alla data

della stima, rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi. In tale quadro, il valore economico di Cerved, determinato in base al Prezzo OPA, è stato ricondotto a Bidco per “trasparenza”, considerando l’interessenza azionaria detenuta da Bidco stessa in Cerved.

Avuto riguardo alla già richiamata natura di Bidco quale società *holding*, il metodo patrimoniale semplice ha costituito l’unico riferimento valutativo; non si è posta l’esigenza di individuare un metodo di controllo.

Da ultimo, atteso che nelle valutazioni di fusione l’unità di stima è costituita dalle azioni, dal valore economico di Bidco determinato con il metodo patrimoniale semplice è stato derivato il Valore di Mercato dell’azione Bidco.

La tabella che segue sintetizza i metodi di stima utilizzati nella valutazione delle due società interessate dalla Fusione.

Tab. IV.B.1 – *Tavola di sintesi dei metodi di valutazione delle azioni Cerved e Bidco*

Società	Metodi di valutazione
Cerved	Prezzo OPA Discounted Cash Flow Unlevered
Bidco	Metodo patrimoniale semplice

V. IL VALORE ECONOMICO DI CERVED E BIDCO

V.A. Il valore economico di Cerved

V.A.1. Le premesse

La stima del valore economico di Cerved è stata effettuata in base al Prezzo OPA; la congruità del Prezzo OPA è stata verificata sia in base a un autonomo esercizio valutativo sviluppato secondo il metodo DFC, sia alla luce del contenuto delle *fairness opinion* rilasciate da primarie banche di affari al c.d.a. di Cerved chiamato a esprimere una il proprio parere in ordine al prezzo offerto ai fini del comunicato dell'emittente di cui all'art. 103 del TUF. Di seguito si illustrano le ragioni per le quali il Prezzo OPA costituisce il fondamentale riferimento valutativo ai fini della stima del rapporto di cambio e si dà atto dei risultati della verifica di congruità svolta con il metodo DCF.

V.A.2. Il Prezzo OPA

In data 8 luglio 2021 è stato pubblicato il Documento di Offerta, nel quale sono descritti termini e condizioni dell'OPA, avente ad oggetto tutte le n. 195.274.979 azioni di Cerved quotate sul mercato Euronext Milan (ivi incluse le azioni proprie).

Ai fini di quanto rileva per il presente Parere, l'Offerta:

- è stata indirizzata alla totalità dei titolari delle azioni Cerved, indistintamente e a parità di condizioni;
- è stata promossa ai sensi della disciplina disegnata dal TUF e dal Regolamento Emittenti: si è trattato pertanto di un'operazione svoltasi all'interno di una cornice normativa definita;
- è stata sottoposta al vaglio e al controllo delle Autorità di controllo e, in particolare, della Consob;
- è stata accompagnata da un complesso e articolato sistema informativo, imperniato sul Documento di Offerta e sui comunicati emessi sia da Cerved sia da Bidco: è stato, pertanto, assicurato il massimo livello di trasparenza e di informazione agli azionisti di Cerved, onde consentire loro una consapevole decisione di disinvestimento.

Il Prezzo OPA, inizialmente definito in € 9,50 per azione, è stato successivamente rideterminato in € 10,20 per azione (€ 10,50, nel caso in cui Bidco avesse raggiunto un

quantitativo di azioni superiore al 90% del capitale di Cerved). Al Prezzo OPA, pari a € 10,20 per azione corrisponde un *equity value* di Cerved di € 1.991,8 milioni.

All'atto dell'avvio dell'OPA, Bidco non deteneva alcuna partecipazione in Cerved.

In ordine alla congruità del Prezzo OPA, il c.d.a. di Cerved, in data 29 agosto 2021 ha osservato che “... *il Corrispettivo Incrementato* [n.d.r.: cioè il corrispettivo di € 10,20 per azione] *si colloca nei range di congruità indicati nel Comunicato dell'Emittente, ancorché nella parte bassa di tali range ... A tale riguardo si evidenzia che le valutazioni contenute nelle fairness opinion rilasciate dagli Advisor Finanziari ... restano valide e confermate, non essendo intervenute variazioni significative degli elementi considerati dagli stessi?*” (Secondo Comunicato di Aggiornamento, p. 3).

Il Prezzo OPA di € 10,20 per azione risulta, dunque, avallato dal parere positivo del c.d.a. di Cerved, con il conforto delle *fairness opinion* di alcune banche di affari (sulle quali cfr. *infra*, il § successivo).

In data 14 settembre 2021, Bidco ha emesso un comunicato sui risultati dell'OPA (il “**Comunicato Finale**”): tenuto conto dell'adesione del 78,9% degli azionisti di Cerved e degli acquisti successivi a prezzi in linea con il Prezzo OPA, Bidco ha informato il mercato di detenere, alla data del Comunicato Finale, l'80% del capitale di Cerved. Al 19 novembre 2021, per effetto degli acquisti intervenuti dopo il Comunicato Finale, Bidco deteneva il 90,75% del capitale di Cerved.

Il Valore di Mercato di un *asset*, che rappresenta la configurazione di valore utilizzata nella stima del rapporto di cambio, esprime “... *il prezzo al quale verosimilmente [un'attività] potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)*” (PIV, § I.6.3.; sottolineatura aggiunta).

I valori di fusione sono valori di scambio. I Valori di Mercato delle azioni destinate a essere concambiate esprimono il metro rispetto al quale valutare la posizione “relativa” degli azionisti delle società interessate dall'operazione.

In quest'ottica il Prezzo OPA è la più attendibile misura del Valore di Mercato dell'azione Cerved per plurime ragioni:

- si è formato in una transazione tra parti totalmente indipendenti;

- l’Offerta si è chiusa il 9 settembre 2021, in un momento, dunque, prossimo alla data del 31 ottobre 2021, data di riferimento della presente valutazione;
- non sono intervenuti – per quanto a conoscenza degli scriventi - fatti di rilievo tra la data di chiusura dell’OPA e la data di riferimento della valutazione tali da incidere sul valore economico di Cerved;
- l’offerente, all’avvio dell’operazione, non deteneva alcuna partecipazione in Cerved; ne deriva che la partecipazione del 90,75% del capitale di Cerved che l’offerente ha acquisito a valle dell’operazione (tenuto altresì conto degli acquisti successivi alla chiusura del periodo di adesione all’OPA) è per intero la risultante di una transazione di mercato, con azionisti venditori che hanno giudicato congruo il prezzo loro proposto;
- gli azionisti di Cerved a cui l’offerta è stata indirizzata hanno avuto a disposizione un ampio set informativo, sì che è pacifico che essi abbiano potuto operare in modo informato;
- il periodo di offerta è stato conforme alla prassi di mercato ed è, pertanto, parimenti pacifico che, nell’arco temporale definito dal periodo di adesione, gli azionisti di Cerved abbiano potuto effettuare senza particolari pressioni le proprie valutazioni;
- è stato validato, nella sua congruità, dal c.d.a. di Cerved, anche sulla base delle *fairness opinion* rese da primarie banche di affari.

Alla luce degli elementi riportati, non può esservi alcun dubbio che il Prezzo OPA, pari a € 10,20 per azione Cerved, esprima, dal punto di vista economico-finanziario, la miglior misura del Valore di Mercato dell’azione Cerved. Come tale esso costituisce il fondamentale riferimento valutativo nell’ambito del presente Parere. A una valutazione di € 10,20 per azione, corrisponde un *equity value* di Cerved di € 1.991,8 milioni.

V.A.3. Il DCF

Il metodo finanziario *unlevered* è formalizzato nel seguente algoritmo:

$$W = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - NFP + OI$$

dove:

- FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) = flussi di cassa operativi generati dall'azienda al netto dell'effetto fiscale, tenuto conto degli investimenti in capitale fisso e circolante;
- WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) = costo medio ponderato del capitale;
- n = periodo di previsione esplicita (2021-2025);
- TV (*Terminal Value*) = valore terminale; FCFF a regime / (WACC – g);
- g = tasso di crescita a lungo termine;
- NFP (*Net Financial Position*) = posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione;
- OI (*Other Items*) = valore corrente del debito per trattamento di fine rapporto, delle interessenze di minoranza e delle partecipazioni non consolidate detenute da Cerved in altre società.

Di seguito si illustrano, nei loro lineamenti essenziali, le soluzioni adottate nella stima dei diversi parametri del metodo in esame.

I flussi di cassa operativi attesi sono stati determinati per il periodo 2021-2025 a partire dalle grandezze economico-finanziarie prospettiche riferite al triennio 2021-2023 riportate nel Piano Economico-Finanziario; il Piano Economico-Finanziario è stato esteso al biennio 2024-2025, con un progressivo allineamento dell'andamento delle grandezze al tasso di crescita a lungo termine, secondo una soluzione tecnica di diffuso utilizzo nella prassi professionale.

Come si è osservato, il Piano Economico-Finanziario non ha costituito oggetto di una verifica indipendente intesa ad esaminarne i presupposti strategici, l'attendibilità e la coerenza. Agli scriventi è stato riferito, nel contesto dell'interlocuzione con il *management*, che il *current trading* è allineato alle previsioni contenute nel Piano Economico-Finanziario.

Per quanto riguarda la stima del flusso operativo a regime, funzionale al calcolo del valore terminale, si è assunto come riferimento l'ultimo anno del periodo di programmazione (2025) e si è proceduto alla normalizzazione degli investimenti, tenuto conto del tasso di crescita a lungo termine incorporato nel modello valutativo. Il flusso a regime è stato determinato in € 181,7 milioni.

La stima del costo medio ponderato del capitale è stata effettuata sulla base dei seguenti parametri:

- r_f (*risk-free rate*) = 0,74%, assunto pari alla media trimestrale (agosto 2021 - ottobre 2021) dei tassi di rendimento dei titoli di Stato italiani con scadenza decennale (fonte: FactSet);
- coefficiente beta = 1,04x, calcolato sulla base della mediana dei coefficienti beta *unlevered*, stimati sulla base delle rilevazioni settimanali degli ultimi 5 anni (31/10/2016 - 31/10/2021 con la correzione di Blume, relativi a un campione di società quotate comparabili, in funzione del rapporto mediano D/E di mercato (fonte: Bloomberg);
- ERP (*Equity Risk Premium*) = 6,00%, pari al livello medio del premio per il rischio di mercato rilevato nel 2021 per l'Italia nell'indagine condotta dal prof. Pablo Fernández (fonte: Fernández *et al.*, “Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 88 countries in 2021”);
- r_s (*size premium*) = 1,37%, maggiorazione parametrata al premio per il rischio dimensionale, in funzione della capitalizzazione di mercato di Cerved alla data del 31 ottobre 2021, stimato da Duff & Phelps per le imprese di minore dimensione (fonte: Duff & Phelps, “Cost of Capital Navigator” al 31/12/2020);
- D/E = 8,85%, percentuale espressiva della struttura finanziaria di mercato determinata come dato mediano dei rapporti D/E al 31 ottobre 2021 delle società quotate comparabili (fonte: Bloomberg);
- k_d (costo del capitale di debito) = 2,25%, parametro determinato in base alle indicazioni fornite dal management di Cerved avuto riguardo ai termini e alle condizioni pattuiti con riferimento ai finanziamenti attualmente in essere;
- t (aliquota fiscale) = 24,00%, pari all'aliquota fiscale di deducibilità degli interessi passivi.

La stima del costo medio ponderato del capitale impone alcune precisazioni.

In primo luogo, si deve osservare che nella costruzione dei parametri di mercato (coefficiente beta e rapporto di indebitamento) si è fatto riferimento a un campione di società quotate operanti nel settore della *c.d. data intelligence*. Ai fini della costruzione del campione, sulla base delle indicazioni fornite dal *management* dell'Incorporante, sono state selezionate le seguenti società:

- a) Experian PLC, società britannica che offre servizi di informazione, attiva, nello specifico, nella fornitura di dati e strumenti analitici per la gestione del rischio di

credito, la prevenzione delle frodi, il *targeting* delle offerte di marketing e l'automatizzazione del processo decisionale;

- b) Equifax Inc., società statunitense operante nella fornitura di soluzioni informative e servizi di *outsourcing* dei processi aziendali delle risorse umane;
- c) TransUnion LLC, società statunitense principalmente attiva nella fornitura di informazioni e soluzioni di gestione del rischio. La sua attività si estende, altresì, all'elaborazione e alla fornitura di rapporti sui consumatori, punteggi di rischio, servizi analitici e competenze utili ai fini dei processi decisionali aziendali;
- d) Fair Isaac Corporation, società statunitense che offre prodotti e servizi di analisi e gestione dei dati – con particolare riferimento ai servizi di *credit scoring* – che permettono alle imprese di automatizzare e coordinare le decisioni aziendali;
- e) Dun & Bradstreet Holdings, Inc., società statunitense attiva nella fornitura di informazioni utili ai fini decisionali e soluzioni di analisi;
- f) Tinexta S.p.A., società italiana che si occupa della fornitura di soluzioni e servizi informatici per la dematerializzazione e la digitalizzazione dei processi documentali aventi valore legale.

In secondo luogo, la maggiorazione a titolo di *size premium*, secondo le indicazioni della letteratura finanziaria e della prassi professionale, riflette la diversa dimensione media delle aziende del campione rispetto a Cerved. Essa ha inoltre costituito oggetto di riscontro sia con il test di *impairment* effettuato da Cerved in relazione al bilancio relativo all'esercizio chiuso il 31 dicembre 2020, sia con le *fairness opinion* rilasciate dagli *Advisor* Finanziari nel contesto dell'OPA. La dimensione numerica del *size premium* attinge alle più recenti indicazioni della letteratura specializzata.

Sulla base dei parametri indicati, il costo medio ponderato del capitale è risultato pari a $WACC = 7,81\%$. Le stime sono state condotte utilizzando un *range* del costo medio ponderato del capitale $WACC = 7,56\% - 8,06\%$ (con una variazione di 25 b.p. rispetto al valore centrale).

Il tasso di crescita a lungo termine è stato posto pari alla proiezione (2026, ultimo anno disponibile) della variazione dell'indice dei prezzi al consumo prevista dal Fondo Monetario

Internazionale per l'Italia (1,39%)¹. Le stime sono state condotte utilizzando un *range* del tasso di crescita $g = 1,14\% - 1,64\%$ (con una variazione di 25 b.p. rispetto al valore centrale).

Sulla base dei parametri e delle variabili esposti, il metodo DCF, utilizzato unicamente con funzione di riscontro della congruità del Prezzo OPA, ha condotto al seguente intervallo di valori dell'azione Cerved: € 9,33 (WACC = 8,06%; $g = 1,14\%$) - € 11,11 (WACC = 7,56%; $g = 1,64\%$).

Da ultimo, si sono esaminati i risultati del metodo DCF sviluppato dai consulenti finanziari che, a vario titolo, hanno assistito il c.d.a. di Cerved nell'ambito dell'OPA.

Al fine di valutare la congruità del corrispettivo proposto nell'OPA, il c.d.a. di Cerved, avvalendosi della facoltà prevista ai sensi del Regolamento Emittenti di nominare un esperto indipendente, ha conferito separatamente a UBS AG, London Branch (“**UBS**”) e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Mediobanca**”) l'incarico di *advisor* finanziari finalizzato all'emissione di una *fairness opinion* con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario del corrispettivo OPA.

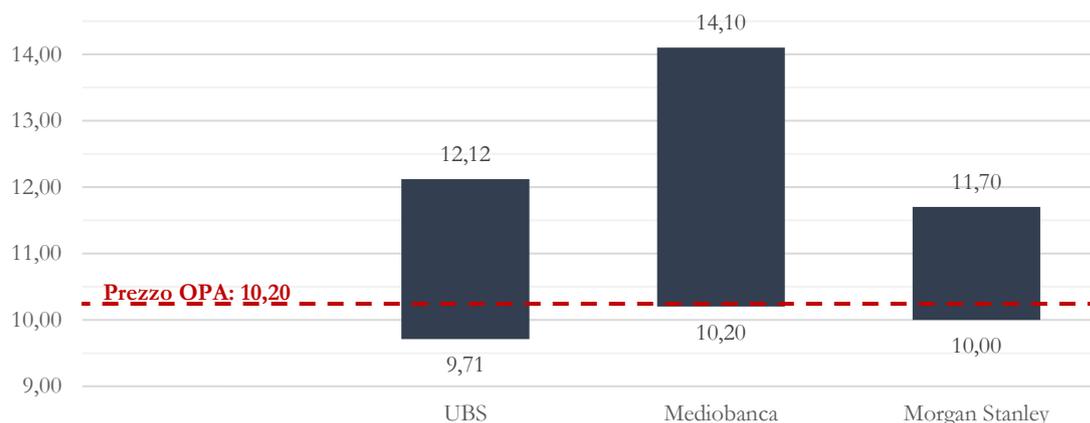
Morgan Stanley & Co International Plc (“**Morgan Stanley**”) e, congiuntamente a UBS e Mediobanca, gli “**Advisor Finanziari**”) è stata designata come *advisor* finanziario dei membri indipendenti del c.d.a. di Cerved ai fini delle valutazioni sulla congruità del medesimo corrispettivo.

Sulla base, tra l'altro, di dati, informazioni e documenti messi a disposizione da Cerved – incluso il Piano Economico Finanziario – e/o di pubblico dominio, ai fini della redazione dei rispettivi pareri di congruità, gli *Advisor Finanziari* hanno analizzato e sviluppato varie metodologie valutative, tra cui, in via principale, il metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (DCF).

¹ International Monetary Fund, “World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures”, ottobre 2021, p. 119. Il documento in parola indica una variazione dell'indice dei prezzi al consumo per l'Italia pari all'1,4%; il relativo database scaricabile in Excel dal sito Internet del Fondo Monetario Internazionale riporta una variazione pari all'1,39%.

I risultati, in termini di valore per azione, restituiti dall'applicazione del metodo DCF nell'ambito delle valutazioni compiute dagli *Advisor* Finanziari sono riassunti nel grafico di seguito riportato, nel quale viene altresì posto in evidenza il Prezzo OPA, pari a € 10,20.

Fig. V.A.1 – *Valore economico per azione di Cerved secondo il metodo DCF*



Come è immediato osservare, il Prezzo OPA si colloca all'interno del *range* dei valori indicati dagli *Advisor* Finanziari con il metodo DCF, pur nell'area inferiore dell'intervallo di valori. Tale circostanza costituisce un elemento ulteriore di conferma della congruità del Prezzo OPA anche ai fini della stima del valore economico di Cerved nell'ambito della Fusione.

V.A.4. Le sintesi valutative

Gli elementi acquisiti nei paragrafi precedenti inducono a considerare quale fondamentale riferimento del **Valore di Mercato dell'azione Cerved il Prezzo OPA, pari a € 10,20 per azione**, a cui corrisponde un *equity value* di Cerved di € 1.991,8 milioni.

In ordine alla rilevanza – nell'ottica della determinazione del rapporto di cambio – del Prezzo OPA, giova da ultimo osservare quanto segue.

Il c.d.a. di Cerved si è espresso in data 29 agosto 2021 sulla congruità del corrispettivo proposto da Bidco di € 10,20 per azione. Il periodo di adesione all'OPA si è concluso il 9 settembre 2021: da allora, sulla base delle informazioni fornite dal management di Cerved, l'andamento della gestione è risultato allineato al Piano Economico-Finanziario e non vi sono stati eventi rilevanti destinati a modificare gli elementi analitici sul fondamento dei quali può essere stimato il valore della società.

L'eventuale utilizzo di un valore dell'azione Cerved diverso dal Prezzo OPA, in punto di tutela delle diverse classi di azionisti di Cerved, condurrebbe a risultati di dubbia correttezza e coerenza.

Infatti, se ai fini del concambio venisse assegnato all'azione Cerved un valore superiore rispetto al Prezzo OPA, di cui il c.d.a. di Cerved ha validato la congruità nell'ambito dell'Offerta, che si è conclusa solo il 9 settembre u.s. e a cui ha aderito l'80% del capitale (tenuto altresì conto che, con gli acquisti successivi effettuati al medesimo Prezzo OPA, Bidco è giunta in possesso di oltre il 90% del capitale di Cerved), in presenza di un *current trading* allineato – per quanto a conoscenza degli scriventi – al Piano Economico-Finanziario e in assenza, per quanto noto, di eventi particolari destinati a riflettersi sull'*equity value* di Cerved, si aprirebbe l'esigenza di motivare la “differenza addizionale” riconosciuta al valore dell'azione Cerved rispetto al Prezzo OPA. Tale differenza creerebbe un'asimmetria di trattamento tra gli azionisti che hanno aderito all'OPA e gli azionisti che, per effetto della Fusione si vedrebbero riconosciuto, in sede di concambio, un valore superiore al Prezzo OPA.

Per contro, qualora si assumesse un valore per azione Cerved inferiore al Prezzo OPA, posto che in Bidco – come meglio si osserverà nel prosieguo – sono presenti attività per importi non trascurabili diverse dalla partecipazione detenuta in Cerved, a parità di altre condizioni, la Fusione privilegierebbe gli azionisti di Bidco in danno degli attuali azionisti di minoranza di Cerved.

In conclusione, gli scriventi ritengono che il Prezzo OPA, pari a € 10,20 rappresenti il fondamentale riferimento ai fini della determinazione del rapporto di cambio della Fusione.

V.B. Il valore economico di Bidco

V.B.1. Le premesse

Il valore economico di Bidco è stato determinato in base al metodo patrimoniale semplice. Come si è già osservato, il metodo in parola identifica il valore economico della società oggetto di valutazione nel patrimonio netto rettificato, ottenuto rettificando il patrimonio netto contabile in funzione delle differenze tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi.

La Situazione Patrimoniale di Fusione di Bidco (riferita alla data del 31 ottobre 2021), la quale costituisce la principale base di riferimento ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale, è qui riportata per significative classi di valore.

Tab. V.B.1 – *Situazione patrimoniale di Bidco al 31 ottobre 2021*

Attivo	€/mln	%	Passivo	€/mln	%
Partecipazione in Cerved	1.784,1	70,0%	Patrimonio netto	2.550,3	100,0%
Crediti iscritti nell'attivo circolante	763,6	29,9%	Debiti*	0,0	0,0%
Altre attività	2,6	0,1%			
Totale attivo	2.550,3	100,0%	Totale passivo	2.550,3	100,0%

* Si segnala che l'ammontare dei debiti al 31 ottobre 2021, azzerato per effetto dell'esposizione degli importi in milioni di euro, risulta pari a € 36.016.

Dalla tabella sopra esposta si evince come il patrimonio di Bidco sia essenzialmente composto dalla partecipazione rappresentativa di una quota pari all'89,4% del capitale sociale di Cerved – che costituisce il 70,0% dell'intero attivo patrimoniale – e da crediti iscritti nell'attivo circolante.

V.B.2. Il metodo patrimoniale

Il dato di partenza per lo sviluppo del metodo patrimoniale semplice è costituito dal patrimonio netto contabile. Al 31 ottobre 2021 il valore contabile del patrimonio netto di Bidco è pari a € 2.550.267.582.

Ai fini valutativi, tale importo deve essere rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi.

Quanto alla partecipazione, il valore contabile risultante dalla Situazione Patrimoniale di Fusione di Bidco alla data del 31 ottobre 2021 esprime il costo sostenuto da Bidco ai fini dell'acquisizione della quota partecipativa in parola, pari a € 1.780.744.489 (n. 174.582.793 azioni × € 10,20 per azione), maggiorato dell'importo della *Tobin tax* corrisposta nell'ambito delle varie fasi in cui è avvenuto l'acquisto delle azioni Cerved. Atteso che il prezzo per azione implicito nel valore di iscrizione della partecipazione al netto della *Tobin tax* (€ 10,20) coincide con il Prezzo OPA, che costituisce il fondamentale riferimento nella stima del valore economico di Cerved ai fini della quantificazione del concambio della Fusione, il valore

contabile della partecipazione detenuta da Bidco in Cerved non è suscettibile di alcuna rettifica nell'ottica dell'applicazione del metodo patrimoniale.

Quanto ai crediti iscritti nell'attivo circolante, alla data del 31 ottobre 2021 si rilevano crediti per imposte anticipate pari a € 968.672 e altri crediti esigibili entro l'esercizio successivo pari a € 762.636.850. Quest'ultimo importo, secondo quanto comunicato, è la somma delle cifre di € 762.586.850, formalizzata in un *equity commitment letter* tra Castor S.p.A. e Bidco, e di € 50.000 relativi ad altro rapporto di Bidco con una società del gruppo. Il credito di € 762,6 milioni, secondo quanto è stato comunicato: (i) è a fronte di un obbligo irrevocabile e incondizionato di pagamento di tale importo; (ii) deve essere estinto dal soggetto debitore entro la data di firma dell'atto di fusione, o prima se richiesto da Bidco.

In base all'incarico che è stato conferito, la Situazione Patrimoniale di Fusione di Bidco non ha costituito oggetto di alcuna verifica indipendente, né di controlli o procedure di revisione di alcun tipo o natura, intese ad accertarne la veridicità, correttezza e l'attendibilità. Nella determinazione del rapporto di cambio si è fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura che sono state ricevute.

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio i crediti iscritti nell'attivo circolante, per l'importo di € 762,6 milioni, sono stati pertanto considerati come strumenti *cash equivalent*, atteso che la loro scadenza è temporalmente collocata entro la data dell'atto di fusione (salvo un'eventuale richiesta anticipata da parte di Bidco). Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale, ai crediti in oggetto non è stata, pertanto, applicata alcuna rettifica.

In conclusione, non è stato rilevato nello sviluppo del metodo patrimoniale semplice alcun aggiustamento a valere sul patrimonio netto contabile di Bidco alla data del 31 ottobre 2021.

Successivamente al 31 ottobre 2021, Bidco ha acquistato ulteriori azioni Cerved. La partecipazione detenuta da Bidco in Cerved, considerati gli acquisti effettuati sino al 19 novembre 2021, è pari al 90,75% del capitale di Cerved. Gli acquisti, in considerazione del loro importo, non incidono sul valore economico di Bidco, a meno di un marginale aggiustamento. Più esattamente, il valore economico di Bidco, tenuto conto delle commissioni bancarie sostenute per l'acquisto delle azioni che hanno consentito di portare la partecipazione al 90,75% del capitale di Cerved, è pari a € 2.550.070.687. Ai fini della determinazione del rapporto di cambio, tale importo può essere indicato in € 2.550,1 milioni.

V.B.3. Le sintesi valutative

Alla luce degli elementi acquisiti, il valore economico di Bidco determinato in base al metodo patrimoniale è pari a € 2.550,1 milioni. Atteso che il capitale sociale è suddiviso in n. 50.000 azioni, **il Valore di Mercato dell'azione Bidco è pari a € 51.001,41** (il calcolo del valore patrimoniale dell'azione è effettuato considerando i valori delle singole grandezze espressi in euro).

VI. IL RAPPORTO DI CAMBIO

In conclusione, i valori di mercato delle azioni Cerved e Bidco e il rapporto di cambio, espresso in termini di numero di azioni Cerved per ogni singola azione Bidco, è indicato nella tabella che segue.

Tab VI.1 – *Rapporto di cambio*

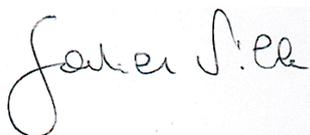
Valore Azione Cerved (€)	Valore Azione Bidco (€)	Rapporto di cambio
10,20	51.001,41	5.000

Ci è stato comunicato che il concambio sarà tecnicamente servito secondo le modalità di seguito illustrate. In favore di Castor, socio unico dell'Incorporanda, saranno assegnate tutte le azioni dell'Incorporante di proprietà dell'Incorporanda al perfezionamento della Fusione e, per la differenza, azioni dell'Incorporante di nuova emissione, senza variazione del capitale sociale.

Le modalità tecniche sopra descritte si dovranno basare sul rapporto relativo tra i Valori di Mercato delle azioni Cerved e Bidco indicati sopra. In particolare, poiché il Valore di Mercato dell'azione Bidco (€ 51.001,41) riflette un valore economico della società pari a € 2.550,1 milioni, il numero complessivo di azioni Cerved (il cui Valore di Mercato è pari a €10,2) da assegnare al socio unico di Bidco sarà pari a 250.006.930.

8 dicembre 2021

Gabriele Villa



Giuliano Iannotta



Prof. Gabriele Villa

prof. Giuliano Iannotta

Spettabile
Cerved Group S.p.A.

All'attenzione dei componenti del consiglio di amministrazione

Milano, 9 dicembre 2021

Oggetto: Fusione per incorporazione di Castor Bidco S.p.A. (“**Bidco**”) in Cerved Group S.p.A. (“**Cerved**”) – Rapporto di cambio

Gentili Signore e Signori,

in data 8 dicembre 2021 abbiamo rassegnato il “*Parere valutativo avente per oggetto la stima del concambio azionario nella fusione per incorporazione di Castor Bidco S.p.A. in Cerved Group S.p.A.*” (il “**Parere**”), nel quale in rapporto di cambio è stato indicato nei termini che seguono: n. 5.000 azioni Cerved per ogni azione Bidco.

Il rapporto di cambio indicato nel Parere, secondo la prassi professionale, è stato espresso in misura arrotondata.

Ci è stato chiesto di indicare il rapporto di cambio con l'esplicitazione di quattro cifre decimali. Tale rapporto è pari a n. 5.000,1386 azioni Cerved per ogni azione Bidco.

Tale dato non modifica in alcun modo i risultati del Parere e la loro validità.

Cordiali saluti,

Gabriele Villa

Giuliano Iannotta



Allegato 3 Definizioni

Definizione	Significato
Advisor Finanziari Cerved	Prof. Gabriele Villa e del Prof. Giuliano Iannotta.
Advisor Finanziari OPA	ha il significato di cui al Paragrafo 2.4.5(i) di cui al presente Documento Informativo OPC.
Advisor Finanziario Castor Bidco	Deutsche Bank.
Advisor Finanziario Comitato OPC	Lazard & Co. S.r.l.
Azionisti Legittimati al Recesso	ha il significato di cui al Punto L della Premessa al presente Documento Informativo OPC.
Borsa Italiana	Borsa Italiana S.p.A.
Castor	Castor S.r.l.
Castor Bidco o Incorporanda	Castor Bidco S.p.A.
Cerved o Incorporante o Società	Castor Group S.p.A.
Comitato Parti Correlate	il comitato parti correlate di Cerved.
Data di Efficacia	la data di efficacia della Fusione.
Delisting	la revoca dalla quotazione sul Mercato Telematico Azionario (ora Euronext Milan), delle azioni di Cerved.
Diritto di Recesso	ha il significato di cui al Punto L della Premessa al presente Documento Informativo OPC.
Documento di Offerta	il documento di Offerta pubblicato in data 8 luglio 2021.
Documento Informativo OPC	il presente documento informativo.
Fusione od Operazione	la prospettata operazione di fusione di Castor Bidco in Cerved.

Definizione	Significato
Mercato Regolamentato o Euronext Milan	Euronext Milan di Borsa Italiana.
Offerta	l'offerta pubblica di acquisto promossa da Castor Bidco avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Cerved, volta a conseguire il <i>Delisting</i> .
Parere del Comitato Parti Correlate	il parere del Comitato Parti Correlate in merito all'interesse di Cerved all'attuazione della Fusione, nonché in merito alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della Fusione stessa.
Parere sul Rapporto di Cambio	ha il significato di cui al Punto B del Paragrafo 2.1.2 del presente Documento Informativo OPC.
Piano Economico-Finanziario	ha il significato di cui al Punto A del Paragrafo 2.4.2 del presente Documento Informativo OPC.
PIV	ha il significato di cui al Punto C del Paragrafo 2.4.4 del presente Documento Informativo OPC.
Prezzo OPA	ha il significato di cui al Punto H del Paragrafo 2.4.4 del presente Documento Informativo OPC.
Procedura di <i>Sell-Out</i>	la procedura prevista dall'articolo 108, secondo comma del TUF.
Procedura OPC	la procedura in materia di operazioni con parti correlate da ultimo approvata dal Consiglio di Amministrazione di Cerved in data 21 giugno 2021.
Progetto di Fusione	il progetto di fusione approvato dal Consiglio di Amministrazione di Cerved in data 9 dicembre 2021.
Rapporto di Cambio	ha il significato di cui al Punto K della Premessa al presente Documento Informativo OPC.
Regolamento OPC	il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente

Defnizione	Significato
	modificato.
Situazioni Patrimoniali	ha il significato di cui al Punto A del Paragrafo 2.1.1 del presente Documento Informativo OPC.
Società Partecipanti alla Fusione	Castor Bidco e Cerved, congiuntamente.
TUF	il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato.
Valore di Liquidazione	il valore di liquidazione per ciascuna azione ordinaria Cerved.