

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 - *SEXIES* DEL CODICE CIVILE

**Agli Azionisti di
Cerved Information Solutions S.p.A.**

**Agli Azionisti di
Consit Italia S.p.A.**

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Milano, con provvedimento del 3 novembre 2017, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Cerved Information Solutions S.p.A. (di seguito "**CIS**" o la "**Incorporante**") e Consit Italia S.p.A. (di seguito "**Consit**" o la "**Incorporanda**" e, insieme a CIS, le "**Società**"), ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di CIS e le azioni di Consit, nell'ambito della fusione per incorporazione di Consit in CIS (di seguito la "**Fusione**"), più ampiamente descritta al successivo paragrafo 2.

A tale fine, abbiamo ricevuto da CIS e da Consit il progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501-*ter* del Codice Civile (di seguito il "**Progetto di Fusione**"), approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 27 novembre 2017, corredato delle apposite relazioni degli Amministratori di CIS e di Consit, come meglio definite al paragrafo 4, (di seguito, rispettivamente, le "**Relazioni**" e gli "**Amministratori**"), le quali illustrano e giustificano il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il rapporto di cambio fra le azioni delle Società, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile. Inoltre, abbiamo ricevuto dagli Amministratori le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2017 delle Società, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione tenutisi in data 27 novembre 2017, che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi e per gli effetti di cui al comma 2 dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione, che prevede un rapporto cambio di n. 3,05 azioni CIS di nuova emissione, ogni n. 1 azione di Consit (di seguito il "**Rapporto di Cambio**"), è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di CIS e di Consit e sarà sottoposto all'approvazione della Assemblea Straordinaria degli Azionisti Consit al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile.

La Fusione, la cui efficacia segue la fusione per incorporazione in CIS di Cerved Group S.p.A. (di seguito, la "**Prima Fusione**"), si inquadra all'interno di una più complessiva opera di aggiornamento dell'assetto organizzativo del gruppo che fa capo a CIS (di seguito, il "**Gruppo**"), con la finalità di semplificare e razionalizzare la struttura societaria, nonché di migliorare lo sviluppo ed il coordinamento delle risorse all'interno del Gruppo stesso.

Le decisioni relative alla Prima Fusione saranno assunte dai Consigli di Amministrazione di CIS e Cerved Group S.p.A. (di seguito, "**CG**"), ai sensi dell'art. 2505, secondo comma, del Codice Civile.

La decisione relativa alla Seconda Fusione sarà adottata dal Consiglio di Amministrazione di CIS, ai sensi dell'art. 2505-*bis*, secondo comma, del Codice Civile e dall'assemblea straordinaria di Consit.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di Consit in CIS.

Consit è una società posseduta al 94,33% da CG e soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di CIS. In seguito all'efficacia della Prima Fusione e, quindi, all'intervenuta incorporazione di CG in CIS, CIS deterrà direttamente il 94,33% del capitale di Consit.

Si riporta di seguito il riepilogo dell'operazione come descritta nel progetto di fusione dagli Amministratori delle Società:

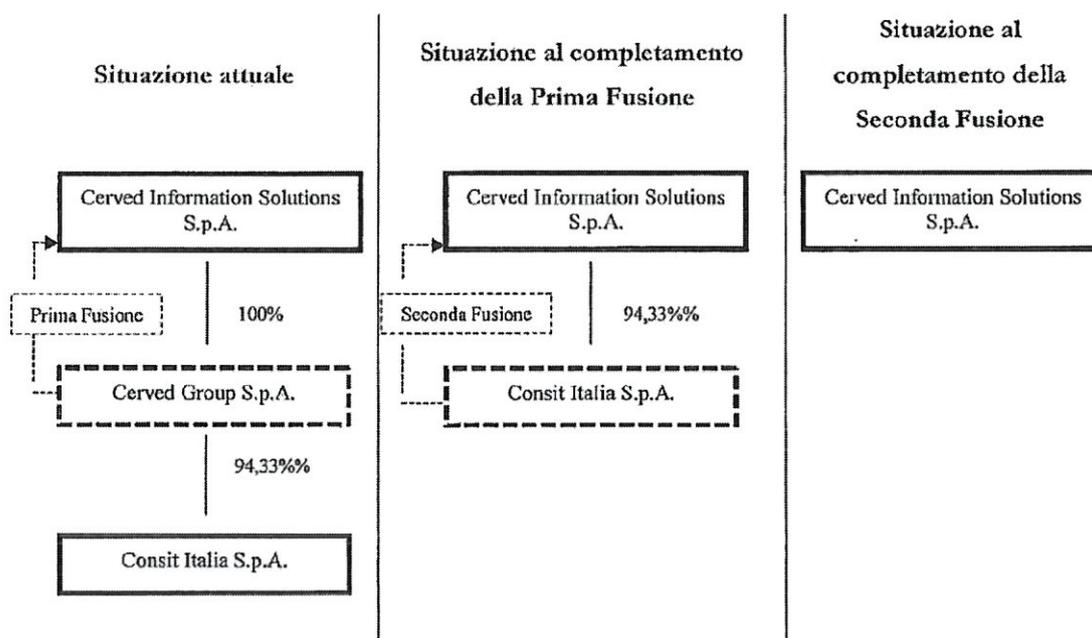


Tabella 1: struttura dell'operazione societaria riportata nel progetto di fusione

La Fusione oggetto di esame, ovvero la seconda in ordine di tempo rispetto alle due previste dall'operazione complessiva, benché non ricorrano i presupposti per l'applicazione delle disposizioni di cui all'articolo 2501-bis del Codice Civile, non può essere eseguita secondo la procedura semplificata dell'art. 2505-bis, primo comma, del Codice Civile in quanto il Progetto di Fusione non prevede la concessione ai soci di Consit diversi da CIS (nella sua qualità di successore, in seguito all'efficacia della Prima Fusione, nei rapporti giuridici di CG) del diritto di far acquisire le loro azioni dalla Società Incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso.

Per effetto della Fusione, tutte le azioni Consit esistenti verranno annullate di diritto e, in contropartita delle azioni Consit detenute dagli azionisti diversi da CIS (nella sua qualità di successore, in seguito all'efficacia della Prima Fusione, nei rapporti giuridici di CG), verranno assegnate azioni di CIS secondo un Rapporto di Cambio che è stato determinato dagli Amministratori delle due Società nelle rispettive deliberazioni dello scorso 27 novembre 2017 come segue:

n. 1 azioni ordinarie Consit di valore nominale pari a 0,51 Euro

per ogni

n. 3,05 azioni CIS di nuova emissione prive di valore nominale

Ai fini dell'assegnazione delle Azioni in concambio agli azionisti di Consit diversi da CIS, quest'ultima procederà all'aumento del proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 71.206,00 mediante emissione di massime 275.226 nuove azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, in applicazione del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori precisano altresì:

- che il Rapporto di Cambio tiene conto delle caratteristiche strutturali, delle sottese motivazioni e delle specifiche caratteristiche di CIS e Consit anche alla luce di una valutazione comparativa delle stesse Società;
- che la Fusione è operazione tra società controllate alla quale non si applicano le disposizioni contenute nella procedura per le operazioni con parti correlate, adottata dal Consiglio di Amministrazione di CIS in data 28 maggio 2014, in conformità del Regolamento Operazioni con Parti Correlate adottato con delibera della Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, in quanto nelle società controllate non sussistono interessi significativi di altre parti correlate;
- che lo Statuto di CIS non subirà modifiche a seguito della Fusione se non nella clausola riferita al capitale sociale, in quanto lo stesso capitale sarà aumentato per consentire l'emissione delle nuove azioni ordinarie da attribuire in concambio delle azioni Consit detenute dagli azionisti Consit diversi da CIS;
- che le Azioni in concambio saranno messe a disposizione degli azionisti di Consit secondo le forme proprie della gestione accentrata delle azioni da parte di Monte Titoli S.p.A. in regime di dematerializzazione, a partire dal primo giorno di apertura dei mercati regolamentati successivo alla data di efficacia della Fusione;
- che le Azioni in concambio avranno godimento regolare e saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al pari delle altre azioni ordinarie di CIS in circolazione alla data di efficacia della Fusione e avranno gli stessi diritti spettanti ai possessori delle azioni ordinarie della Incorporante in circolazione alla data di efficacia della Fusione;
- che non è previsto alcun conguaglio in denaro;
- che, per quanto concerne CIS, la Fusione non comporterà l'esclusione dalla quotazione delle azioni di CIS e pertanto non sussistono i presupposti per l'esercizio del diritto di recesso di cui all'art. 2437-*quinquies* del Codice Civile;
- che non risulta l'esistenza di patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58 aventi ad oggetto le azioni delle società partecipanti alle due fusioni.

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, la Fusione verrà deliberata sulla base delle situazioni contabili di CIS e Consit chiuse al 30 settembre 2017, predisposte dai rispettivi Consigli di Amministrazione in ossequio alla norma citata.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di CIS e di Consit idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione dello stesso, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società.

Al riguardo, il Consiglio di Amministrazione di CIS, a supporto della propria valutazione, ha dato mandato al consulente Pirola Corporate Finance S.p.A. (di seguito anche il "**Consulente**") affinché esprimesse un parere in merito alla congruità del valore attribuito a CIS e a Consit. Il Consulente ha rilasciato il proprio parere ("**fairness opinion**"), nel quale conferma la congruità, "dal punto di vista finanziario", del valore del capitale economico di CIS e Consit e del relativo Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da CIS e da Consit i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare, abbiamo acquisito ed analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- Progetto di Fusione redatto dai Consigli di Amministrazione delle Società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile e approvato dai Consigli di Amministrazione del 27 novembre 2017, che propone il seguente Rapporto di Cambio:
 - n. 1 azioni ordinarie di Consit per ogni n. 3,05 azioni CIS di nuova emissione;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di CIS datata 27 novembre 2017, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Consit datata 27 novembre 2017 redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile;
- situazione patrimoniale di CIS al 30 settembre 2017, approvata dagli Amministratori di CIS in data 27 novembre 2017;
- situazione patrimoniale di Consit al 30 settembre 2017, approvata dagli Amministratori di Consit in data 27 novembre 2017;
- bilanci d'esercizio e consolidato di CIS al 31 dicembre 2016 e relative relazioni di revisione emesse da PricewaterhouseCoopers S.p.A. in data 16 marzo 2017;
- bilancio d'esercizio di Consit al 31 dicembre 2016 redatto e relativa relazione di revisione emessa da PricewaterhouseCoopers S.p.A. in data 16 marzo 2017;
- *fairness opinion*, datata 27 novembre 2017, predisposta da Pirola Corporate Finance S.p.A. su incarico del Consiglio di Amministrazione di CIS a supporto della valutazione delle Società coinvolte nella Fusione effettuata dal Consiglio stesso;
- provvedimento di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, emesso dal Tribunale di Milano in data 3 novembre 2017;
- statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione;
- bozza di statuto post-Fusione di CIS;
- report degli analisti finanziari più recenti disponibili emessi con riferimento a CIS;

- valorizzazione del fondo TFR di Consit al 30 settembre 2017 secondo le previsioni dello IAS 19;
- dettaglio del patrimonio netto di terzi di CIS al 30 settembre 2017;
- dettaglio delle passività relative ai diritti di opzione di CIS al 30 settembre 2017;
- dettagli e informazioni di supporto in merito al calcolo del Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori;
- contratto di fornitura di servizi tra Consit e CG, denominato "Accordo commerciale per la fornitura di servizi di informazione ipotecaria e catastale", avente decorrenza 1° gennaio 2012 e, come comunicatoci dagli Amministratori di entrambe le Società, da allora tacitamente rinnovato e tuttora in vigore;
- comunicati stampa resi al mercato da CIS in relazione alla Fusione;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni CIS ottenute attraverso banche dati specializzate;
- ogni ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

5.1 Considerazioni metodologiche

Gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base dei risultati prodotti da una pluralità di metodi di valutazione, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione, in considerazione delle caratteristiche distintive delle Società, della tipologia di operatività e dei mercati di riferimento in cui le stesse operano.

Nella fattispecie gli Amministratori, in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti con riferimento alle rispettive Società, comunque tali da ottenere risultati omogenei e pienamente confrontabili, e condividendo altresì le metodologie utilizzate per ciascuna delle Società coinvolte nella Fusione. In particolare, i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ed i valori conseguenti all'applicazione degli stessi sono stati individuati al solo scopo di indicare un Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione ed in nessun caso le valutazioni espresse dagli Amministratori sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

Le valutazioni degli Amministratori sono state condotte in ipotesi di continuità gestionale ed in ottica *stand alone*, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dalla Fusione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della società risultante dalla Fusione.

Premesso quanto sopra, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno effettuare le proprie valutazioni utilizzando criteri comunemente accettati in operazioni di fusione, sia in ambito nazionale che internazionale; in particolare:

- per la valutazione di CIS, società quotata al mercato telematico azionario MTA gestito da Borsa Italiana S.p.A., gli Amministratori hanno adottato quale metodo principale il metodo dei corsi di Borsa, facendo riferimento alle quotazioni medie del titolo di CIS nel semestre compreso tra il 22 maggio 2017 ed il 22 novembre 2017. A mera finalità di raffronto, gli Amministratori hanno adottato un metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (o *Discounted Cash Flow - DCF*), considerando come data di riferimento il 30 settembre 2017, nonché il metodo dei multipli di borsa determinati sulla base di un set di società comparabili operanti nel medesimo settore di CIS. A supporto della valutazione svolta, il Consiglio di Amministrazione di CIS ha dato mandato al Consulente, affinché esprimesse un apposito parere in merito alla congruità, "da un punto di vista finanziario", del valore del capitale economico di CIS individuato dagli Amministratori;
- per la valutazione di Consit, azienda che fonda la parte preponderante dei suoi ricavi sul rapporto contrattuale con CIS, per la quale non è disponibile un piano economico finanziario di recente approvazione, e la cui situazione patrimoniale è costituita in via principale da liquidità, gli Amministratori hanno adottato il metodo misto Patrimoniale - Reddittuale.

Di seguito, per una maggiore informativa dei destinatari della presente relazione, si fornisce una descrizione teorica delle metodologie adottate dagli Amministratori per la stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione

5.2.1 Metodo dei corsi di Borsa

Il metodo dei corsi di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto. Tale metodologia è ritenuta rilevante ai fini della valutazione di società quotate in ipotesi di significativa liquidità dei titoli in esame.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione. Dottrina e prassi professionale suggeriscono a tal proposito di tenere conto dei risultati desumibili dalle quotazioni di Borsa anche attraverso il calcolo di medie su diversi orizzonti temporali.

5.2.2 Metodologia DCF

Il metodo *Discounted Cash Flows*, nella sua versione "Unlevered" (UDCF) è un metodo di natura finanziaria, che individua nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa di natura operativa l'elemento fondamentale ai fini della sua valutazione. La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto del principio della teoria del valore tramite l'apprezzamento della capacità di generazione di flussi di cassa, del profilo di rischio degli stessi, nonché della loro distribuzione nel tempo.

Il valore del capitale economico di un'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- il valore operativo o *Enterprise Value*, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*);

- il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
- la posizione finanziaria netta dell'azienda determinata con riferimento alla data di valutazione.

Per quanto concerne la determinazione del valore operativo, la stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita.

Il tasso di attualizzazione

I flussi di cassa individuati con il metodo in oggetto sono di natura operativa, ossia destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso dei fornitori di capitale di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale, ovvero nel *wacc*.

Ai fini della determinazione del *wacc* vengono considerati il costo del capitale di debito, pari al costo dei debiti onerosi applicabile alle società e il costo del capitale di rischio, comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- riferirsi alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- riferirsi alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
 - valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;
 - valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal management della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Ai fini della stima del valore del capitale economico è inoltre necessario stimare le seguenti componenti:

Posizione Finanziaria Netta (PFN)

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della somma algebrica dei debiti finanziari accesi dall'azienda, dei crediti finanziari e della sua liquidità, alla data di riferimento della valutazione.

Valore delle Attività Accessorie (ACC)

Il valore operativo della società, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici, non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali o *surplus assets*, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'impresa. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali, ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.

5.2.3 Metodo dei multipli di Borsa

Secondo il metodo dei multipli di Borsa, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e i necessari aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del campione di riferimento. Nella selezione delle società comparabili i principali criteri di selezione sono i seguenti: settore di appartenenza, dimensione della società, area geografica di riferimento, attendibilità dei dati finanziari e profilo di rischio dell'attività. Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere significativamente influenzati da particolari situazioni contingenti.
2. Determinazione di un intervallo temporale di riferimento. Tale fase è finalizzata alla neutralizzazione di eventi di carattere straordinario quali fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative e all'adeguata espressione nei corsi di Borsa delle informazioni trasmesse dai mercati. I risultati dell'applicazione della suddetta metodologia sono connessi alla scelta tra il ricorso a valori medi all'interno di un determinato intervallo temporale o a valori puntuali.
3. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.
4. Applicazione dei multipli selezionati ai pertinenti valori reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione.

Il valore del capitale economico dell'azienda è il risultato di una valutazione, al valore corrente e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

5.2.4 Metodo misto Patrimoniale-Reddittuale

Il metodo misto Patrimoniale-Reddittuale si pone l'obiettivo della contemporanea considerazione ai fini della stima, sia degli aspetti patrimoniali che degli aspetti reddituali.

Il metodo con stima autonoma dell'avviamento considera il valore del complesso aziendale composto da due componenti: il valore patrimoniale, con correzione delle poste al valore corrente con, ove necessario, rilevazione del carico fiscale latente, e un secondo elemento che rappresenta il valore distintamente attribuibile all'avviamento, identificato come la capacità della singola impresa di essere maggiormente profittevole rispetto al settore di riferimento.

Il metodo in esame è molto diffuso in Italia e in Europa e presenta le seguenti caratteristiche:

- consente di tenere conto della capacità storica e delle prospettive reddituali pur partendo come base della valutazione dal valore patrimoniale dell'impresa;
- giunge ad una valutazione separata e distinta dell'avviamento, identificato come valore attuale del "surplus" dei risultati economici che il capitale investito nell'azienda è in grado di generare rispetto ai corrispondenti redditi medi, che possono essere "netti" ovvero "operativi" a seconda dell'approccio utilizzato nell'applicazione del modello (v. *infra*) nel settore di riferimento (l'avviamento può essere negativo nell'ipotesi di generazione di "sotto-redditi").

Si noti come il metodo descritto possa essere utilizzato sia con approccio cd. "equity-side" ovvero con approccio "asset-side":

- i) nel primo caso, il valore economico dell'impresa valutata è il risultato della somma tra il valore corrente del patrimonio netto e dell'avviamento, identificato tramite l'attualizzazione dei flussi di reddito medio normale eccedenti la normale, nel senso di accettata dagli investitori, remunerazione di mercato sul capitale di rischio (*equity*);
- ii) nel secondo caso, il valore economico dell'impresa valutata è il risultato della somma tra il valore corrente del capitale investito netto operativo e dell'avviamento, questa volta identificato tramite attualizzazione dell'extra rendimento operativo, opportunamente rettificato della fiscalità, eccedente la normale remunerazione del mercato sul capitale investito netto (*asset*), al netto dell'indebitamento finanziario effettivo e delle attività accessorie.

5.3 Applicazione dei metodi di valutazione

Al fine della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno adottato i metodi precedentemente esposti.

5.3.1 Metodologia dei corsi di Borsa

Gli Amministratori hanno ritenuto che le quotazioni di Borsa (espresse dai prezzi ufficiali come stabiliti da Borsa Italiana S.p.A.) fossero rappresentative ai fini della determinazione del valore di CIS, tenuto conto dell'elevata presenza di capitale flottante, l'ampia base di azionisti e la reperibilità di studi sul titolo effettuati da analisti finanziari e primarie banche di investimento.

Per la determinazione del valore economico di CIS mediante l'applicazione di questo metodo, gli Amministratori hanno optato per l'utilizzo della media del valore del titolo ponderata per i volumi scambiati, nel semestre compreso tra il 22 maggio 2017 ed il 22 novembre 2017.

L'applicazione del metodo di Borsa come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo CIS pari a Euro 10,01.

Gli Amministratori hanno altresì specificato che l'applicazione della media aritmetica dei prezzi di chiusura delle quotazioni di CIS, nel medesimo orizzonte temporale, porterebbe a un risultato di Euro 9,94 per azione.

5.3.2 Metodologia UDCF

Al fine di raffrontare il risultato derivante dall'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa, gli Amministratori hanno applicato il metodo UDCF. Nell'applicazione di tale metodo, in assenza di un Business Plan recentemente approvato e presentato da CIS al mercato, gli Amministratori hanno fatto riferimento ai flussi di cassa operativi attesi risultanti dal consenso di mercato (fonte: Bloomberg) disponibile al 22 novembre 2017.

I flussi di cassa derivanti dal consenso di Bloomberg, di natura operativa, sono stati attualizzati dagli Amministratori al costo medio ponderato del capitale (*wacc*).

L'applicazione del metodo UDCF come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo CIS pari a Euro 10,53.

5.3.3 Metodo dei multipli di Borsa

Quale ulteriore metodo di controllo gli Amministratori hanno applicato il metodo dei multipli di Borsa. Nell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno individuato un campione di riferimento di aziende quotate comparabili per attività svolta.

L'applicazione del metodo dei multipli di Borsa come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo CIS in un intervallo compreso tra Euro 10,21 ed Euro 10,70.

5.3.4 Metodo misto Patrimoniale-Reddittuale

Alla luce della tipologia di attività svolta ed in ragione del fatto che le consistenze patrimoniali di Consit sono essenzialmente composte da liquidità o da titoli equivalenti a liquidità, gli Amministratori hanno ritenuto che il metodo misto Patrimoniale-Reddittuale fosse il più appropriato per determinare il valore economico della stessa.

L'applicazione del metodo misto Patrimoniale - Reddittuale come sopra descritto ha condotto gli Amministratori alla determinazione di un valore per azione del titolo Consit pari a Euro 30,54.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nella predisposizione delle proprie Relazioni, gli Amministratori non hanno evidenziato i particolari limiti o difficoltà di valutazione, ad eccezione di quanto di seguito descritto e riferito alla particolare situazione *captive* di Consit:

- scarsa rilevanza dei clienti esterni di Consit;
- assenza di società perfettamente comparabili con il modello di business di Consit.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1 Risultati emersi dalla valutazione di CIS effettuata dagli Amministratori

Il valore delle azioni di CIS, determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo di borsa, è risultato pari ad Euro 10,01 per azione.

Tale valore è sostanzialmente confermato dall'applicazione dei metodi UDCF e dei multipli di Borsa, le cui risultanze presentano differenze rispetto al metodo principale entro limiti tali da confermare la ragionevolezza dei risultati ottenuti con lo stesso.

Il valore del capitale economico di CIS al 30 settembre 2017 è confermato dal Consulente mediante la *fairness opinion* rilasciata a beneficio del Consiglio di Amministrazione.

Il capitale sociale di CIS alla data di riferimento della valutazione per la determinazione del Rapporto di Cambio è costituito da n. 195.000.000 azioni ordinarie prive di valore nominale. CIS inoltre non ha emesso strumenti potenzialmente diluitivi della base di capitale.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nelle Relazioni, il valore unitario delle azioni di CIS proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari ad Euro 10,01.

7.2 Risultati emersi dalla valutazione di Consit effettuata dagli Amministratori

Il valore delle azioni di Consit, determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo misto Patrimoniale - Reddittuale, è risultato pari ad Euro 30,54 per azione.

Il capitale sociale deliberato di Consit per la determinazione del Rapporto di Cambio è costituito da n. 1.591.500 azioni del valore nominale di Euro 0,51.

Il valore del capitale economico di Consit al 30 settembre 2017 è altresì confermato dal Consulente mediante la *fairness opinion* rilasciata a beneficio del Consiglio di Amministrazione.

Considerato quanto sopra, gli Amministratori ritengono che il valore unitario attribuibile all'azione Consit ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni CIS debba essere pari ad Euro 30,54 per azione.

7.3 Determinazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori

Sulla base dei valori unitari delle azioni Consit e delle azioni di CIS, gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione di un Rapporto di Cambio fisso ed univocamente determinato mediante arrotondamento, pari a:

- **n. 1 azioni ordinarie di Consit per ogni n. 3,05 azioni CIS di nuova emissione.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

In conclusione, gli Amministratori evidenziano che le Società sono valutate separatamente ed in ipotesi di autonomia, ossia a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dalla Fusione.

8. LAVORO SVOLTO

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata, abbiamo:

- effettuato colloqui con le Direzioni delle Società, al fine di comprendere i fatti salienti concernenti i dati economico-finanziari riflessi nei bilanci di esercizio. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1. Inoltre, i colloqui con le Direzioni hanno anche contribuito a migliorare la nostra comprensione della struttura organizzativa, sia gestionale che commerciale, e societaria del Gruppo.
- svolto una lettura critica:
 - i) del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
 - ii) delle Relazioni e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- discusso con la Direzione delle Società il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di CIS determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo dei corsi di Borsa, nonché dei metodi di controllo UDCF e dei multipli di Borsa come descritti nel precedente paragrafo 5;
- discusso con la Direzione delle Società il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di Consit determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo misto Patrimoniale-Reddituale come descritto al paragrafo 5.3.4;
- preso visione del provvedimento del Tribunale di Milano di nomina di Deloitte & Touche S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, datato 3 novembre 2017;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di CIS e di Consit del 27 novembre 2017;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di CIS e di Consit, nonché lo Statuto di CIS Post-Fusione;

- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di CIS e Consit, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo del Rapporto di Cambio;
- analizzato il parere (*fairness opinion*) emesso dal Consulente con riferimento al valore del capitale economico di CIS e Consit anche tramite colloqui con lo stesso;
- esaminato ricerche ed analisi relative a società operanti nel settore dell'*information services*;
- esaminato i comunicati stampa resi al mercato da CIS nell'ambito della Fusione;
- letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 4;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi in seguito alla data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 30 settembre 2017, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi, si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole Società che, nelle specifiche circostanze, è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi, ma comunque tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte per finalità diverse.

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Fusione e descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della società risultante dalla Fusione. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni;
- i metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di realtà operanti nei rispettivi settori di riferimento. Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;
- nel caso di specie, la stima dei valori relativi delle singole Società è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi per la Società Incorporante e per la Società Incorporata. Al riguardo, il principio dell'omogeneità dei criteri di valutazione per le società coinvolte nella Fusione non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi valutativi identici per tutte le entità interessate dalla fusione, quanto piuttosto l'adozione di criteri e metodi che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del rapporto di cambio. La ragionevolezza e non arbitrarietà dell'approccio adottato dagli Amministratori risulta altresì confermata dalla prassi di recenti operazioni similari;
- l'Incorporante è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a un metodo principale (corsi di Borsa) e due metodi di controllo (*UDCF* e metodo dei moltiplicatori di Borsa), secondo un approccio che appare ragionevole e che risulta ampiamente condiviso nella prassi valutativa. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione viene sinteticamente descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, motivate e ragionevoli. Inoltre, le metodologie cui gli Amministratori hanno fatto ricorso risultano, ad oggi, quelle più diffusamente applicate in considerazione della solidità e coerenza dei principi teorici di base;
- l'Incorporanda, in virtù della sua particolare natura di fornitore *captive* della controllante e della indisponibilità di dati economico-finanziari di natura prospettica, è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo al metodo misto Patrimoniale-Reddituale con stima autonoma dell'avviamento, partendo da consistenze patrimoniali in larga parte rappresentate da cassa e crediti finanziari e determinando i sovra-redditi sulla base di risultati economici storici. Tale approccio appare coerente con il profilo operativo di Consit e tiene adeguatamente in considerazione la sua struttura patrimoniale, congiuntamente alle sue prospettive reddituali;
- nella determinazione del valore di Consit, non sono stati impiegati metodi di controllo, in mancanza di previsioni economico – finanziarie recentemente approvate dagli amministratori di Consit e alla luce del profilo operativo di Consit stessa che ne limita la comparabilità con altre società e conseguentemente l'applicazione di altri metodi;

- il metodo dei corsi di borsa come metodo principale per la valutazione dell'Incorporante riflette adeguatamente lo *status* attuale di CIS, caratterizzato da elevati livelli di capitalizzazione e di liquidità, da ampia reperibilità di studi sul titolo effettuata da analisti finanziari e primarie banche di investimento e da un diffuso azionariato presso investitori istituzionali nazionali ed internazionali;
- il metodo UDCF utilizzato quale metodologia di controllo per la valutazione di CIS risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, che consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche della stessa. La scelta dell'utilizzo dei flussi finanziari derivanti dal *Consensus* di Bloomberg, tra le più autorevoli banche dati specializzate al mondo, risulta ragionevole in assenza di un Business Plan recentemente approvato e presentato da CIS al mercato;
- come anticipato, con riferimento a CIS gli Amministratori hanno altresì ritenuto opportuno ricorrere al metodo dei multipli di mercato come criterio valutativo di controllo. Si evidenzia al riguardo che la miglior dottrina aziendalistica e la prassi prevalente in materia valutativa indicano generalmente come opportuno il ricorso a metodi di controllo, in quanto consentono di sottoporre a verifica le risultanze cui si sia pervenuti mediante l'applicazione dei metodi di valutazione individuati come principali;
- le risultanze della valutazione di CIS derivanti dall'applicazione dei metodi di controllo presentano differenze rispetto al metodo principale entro limiti tali da confermare la ragionevolezza dei risultati ottenuti con il metodo principale;
- le analisi di sensitività da noi autonomamente elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione delle metodologie utilizzate confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori;

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:
- *dati prospettici utilizzati* - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno comportato, nel metodo UDCF utilizzato a fini di controllo per la valutazione di CIS, l'utilizzo di dati previsionali, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche e di settore, a fenomeni esogeni alle aziende, quali, tenuto conto del *business* di riferimento di CIS, l'evoluzione della disciplina di settore, nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri, quali lo sviluppo di nuovi *business* e l'ingresso in nuovi mercati e ad azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. Peraltro, nella circostanza specifica, detti dati previsionali sono stati predisposti sulla base del consenso di mercato derivante dagli analisti che forniscono informativa su CIS;
 - *criterio dei multipli di Borsa* - Le valutazioni basate su metodi che utilizzano parametri di mercato, come il metodo dei moltiplicatori di Borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. In particolare, l'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha recentemente evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni anche rilevanti soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni

speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione. Inoltre, le società del campione selezionato presentano differenze, talvolta significative, in termini di dimensione e portafoglio di attività svolte rispetto a CIS. Si segnala tuttavia che l'utilizzo di una pluralità di metodi consente di mitigare il rischio del mancato utilizzo di una metodologia di controllo.

- *variazioni delle condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento* - I risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati riflettono le condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento alla data della valutazione e sono quindi soggetti alla variabilità delle stesse;
 - nella determinazione del valore di Consit, non sono stati impiegati metodi di controllo, in mancanza di previsioni economico – finanziarie recentemente approvate dagli amministratori di Consit e alla luce del profilo operativo di Consit stessa che ne limita la comparabilità con altre società e conseguentemente l'applicazione di altri metodi.
- (ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti:
- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo;
 - esula dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riguardo alla struttura della Fusione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione della Fusione stessa;

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Cerved Information Solutions S.p.A. e di Consit Italia S.p.A. siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a n. 1 azioni ordinarie di Consit Italia S.p.A. per ogni n. 3,05 azioni di Cerved Information Solutions S.p.A. di nuova emissione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Giacomo Bellia
Socio

Milano, 5 dicembre 2017