

**Relazione della società di revisione ai sensi
dell'art. 2501-sexies c.c.**

Agli Azionisti di:

Cerved Group S.p.A.

Castor Bidco S.p.A.

Indice

1	OGGETTO DELL'INCARICO	3
2	SOMMARIO DELL'OPERAZIONE	4
3	NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE	11
4	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	11
5	I METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	13
5.1	Considerazioni metodologiche	13
5.2	Descrizione dei metodi valutativi applicati.....	14
5.2.1	Metodiche valutative di mercato: i corsi di borsa.....	14
5.2.2	Metodo <i>Unlevered Discounted Cash Flow</i>	15
5.2.3	Metodo Patrimoniale Semplice	17
5.3	Applicazione dei metodi valutativi	17
5.3.1	Individuazione del Prezzo OPA quale riferimento di mercato	17
5.3.2	Metodo <i>Unlevered Discounted Cash Flow</i>	18
5.3.3	Metodo Patrimoniale Semplice	19
6	LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI	19
7	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI	20
7.1.1	Sintesi dei risultati delle valutazioni degli Amministratori	20
7.1.2	Il Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori.....	20
8	LAVORO SVOLTO	21
9	COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO.....	22
10	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	25
11	CONCLUSIONI	26

1 OGGETTO DELL'INCARICO

Il Tribunale di Milano, con provvedimento del 15 ottobre 2021, ha conferito ad Epyon Audit S.r.l. (di seguito anche "Epyon") l'incarico di redigere, nella veste di esperto comune, per le società Castor Bidco S.p.A. (di seguito "Bidco" o "Incorporanda") e Cerved Group S.p.A. (di seguito "CG" o "Incorporante" e, insieme a Bidco, le "Società"), ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di Bidco e le azioni di CG, nell'ambito della fusione fra le due Società (di seguito anche la "Relazione").

Epyon Audit S.r.l. ha trasmesso al Tribunale di Milano via PEC formale accettazione dell'incarico in data 29 ottobre 2021 (conferma di avvenuta ricezione da parte del Tribunale ricevuta via PEC in data 3 novembre 2021), confermando il presupposto di indipendenza.

Si precisa che originariamente la fusione prospettata prevedeva la fusione di CG in Bidco (cosiddetta "fusione per incorporazione") al fine di conseguire il "*delisting*", come anche rappresentato nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto illustrata nel prosieguo della presente relazione. Successivamente, al superamento della soglia del 90% di controllo da parte di Bidco, e quindi a seguito dell'avvio della procedura di "*sell-out*" come previsto dall'art. 108, comma 2, del TUF, è venuta meno la motivazione del *delisting* mediante la fusione e pertanto le Società hanno valutato e poi dato avvio alla fusione per incorporazione nella configurazione "inversa", dove quindi CG svolge il ruolo di Incorporante e Bidco il ruolo di Incorporanda.

In data 2 dicembre 2021, le Società hanno depositato presso il Tribunale di Milano una istanza integrativa al fine di ottenere la conferma e la ratifica della nomina dell'esperto Epyon, ai fini della redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio per la fusione "inversa", in considerazione dell'intervenuto mutamento della struttura della fusione, fermi restando tutti gli altri elementi dell'operazione esposti nell'istanza originale presentata dalle Società in data 7 ottobre 2021. In data 9 dicembre 2021 il Tribunale di Milano ha accolto l'istanza integrativa depositata dalle Società in data 2 dicembre 2021.

Rispetto all'incarico, abbiamo ricevuto da Bidco e da CG il progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile (di seguito il "Progetto di Fusione"), approvato dall'Amministratore Unico di Bidco e dal Consiglio di Amministrazione di CG (di seguito gli "Amministratori") in data 9 dicembre 2021, corredato delle rispettive relazioni dell'Amministratore Unico di Bidco e del Consiglio d'Amministrazione di CG (di seguito le "Relazioni") le quali espongono e motivano il Progetto di Fusione stesso 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 Organi amministrativi le situazioni patrimoniali di riferimento e, in particolare, (i) per la Società Incorporanda, la situazione patrimoniale riferita alla data del 31 ottobre 2021 (composta di stato patrimoniale e conto economico, redatta ai sensi dell'art. 2435-ter del Codice Civile) e approvata

dall'Amministratore Unico della Società Incorporanda in data 21 novembre 2021, sentito il parere favorevole dell'organo di controllo, corredata dell'informativa relativa agli acquisti addizionali di azioni CG che hanno consentito il superamento della soglia del 90%, e (ii) per la Società Incorporante, in conformità all'articolo 2501-quater, comma 2, del Codice Civile, la relazione finanziaria semestrale separata di Cerved Group S.p.A. al 30 giugno 2021, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante in data 30 novembre 2021 e oggetto di revisione contabile limitata volontaria da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A., che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-quater del Codice Civile (di seguito le "Situazioni Patrimoniali").

Il Progetto di Fusione, approvato dall'Amministratore Unico di Bidco e dagli Amministratori di CG, prevede un rapporto di cambio di n. 5.000,1386 azioni CG per ogni n. 1 azione di Bidco (di seguito il "Rapporto di Cambio") e sarà sottoposto all'approvazione della Assemblea Straordinaria degli Azionisti delle Società al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile. In data 13 dicembre 2021, l'assemblea di Cerved è stata convocata per il 14 gennaio 2022 ai fini dell'approvazione del progetto di fusione. L'assemblea straordinaria di Castor Bidco si terrà in pari data, previa convocazione nei termini di legge.

2 SOMMARIO DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la fusione inversa per incorporazione di Bidco in CG. Bidco è una società costituita in data 18 marzo 2021 la cui partecipazione è detenuta integralmente da Castor S.p.A. (di seguito "Castor") e che è divenuta l'azionista di controllo di CG mediante la presentazione di un'offerta pubblica di acquisto.

Nello specifico, Castor in data 8 marzo 2021 ha comunicato la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di CG (di seguito l'"Offerta" o anche l'"OPA"). In data 25 marzo 2021, Castor ha assunto la decisione di promuovere l'Offerta per il tramite di una società per azioni di nuova costituzione denominata Castor Bidco S.p.A. (di seguito l'"Offerente"). Nella stessa data, inoltre, l'Offerente ha comunicato di (i) aver depositato il documento di offerta e (ii) aver presentato le comunicazioni e le istanze per l'ottenimento delle autorizzazioni richieste dalla normativa applicabile in relazione all'Offerta.

In data 12 maggio 2021, come reso noto dall'Offerente mediante comunicato stampa che ha trovato diffusione in data 14 maggio 2021, la Presidenza del Consiglio dei Ministri della Repubblica Italiana (PCM) ha approvato l'eventuale acquisto da parte dell'Offerente del controllo di CG, in coerenza con il progetto industriale della stessa società.

In data 7 luglio 2021 la Consob ha approvato il documento di offerta. Il periodo di adesione all'Offerta ha avuto decorrenza dalle ore 8:30 (ora italiana) del 16 luglio 2021 ed è terminato alle ore 17:30 del 5 agosto 2021. Il corrispettivo proposto nell'Offerta è stato fissato a Euro 9,50 per azione.

In data 15 luglio 2021, il Consiglio di Amministrazione di Cerved Group S.p.A. – tenendo conto tra l'altro delle *fairness opinion* rilasciate dai propri *advisor* finanziari (Mediobanca, UBS e Morgan Stanley & Co. International, quest'ultimo a supporto dei membri indipendenti del Consiglio) – ha ritenuto non congruo, da un punto di vista finanziario, il Corrispettivo dell'Offerta. Nella stessa sede, il Consiglio ha inoltre deliberato di non portare in adesione all'Offerta le complessive n. 1.515.609 azioni Cerved Group S.p.A. di titolarità della medesima società, rappresentative dello 0,776% del capitale sociale.

In data 30 luglio 2021, l'Offerente ha comunicato (i) di aver concordato con Borsa Italiana S.p.A. la proroga del periodo di adesione per ulteriori 18 giorni di borsa aperta, con conseguente spostamento del termine del periodo di adesione alle ore 17:30 del giorno 31 agosto 2021, e (ii) la modifica della Condizione Soglia Minima da una partecipazione nel capitale sociale dell'Emittente superiore al 10%, a una partecipazione almeno pari al 50% più 1 (una) azione.

In data 26 agosto 2021, l'Offerente ha (i) reso noto l'incremento del corrispettivo dell'Offerta da Euro 9,50 ad Euro 10,20 per azione, (ii) comunicato di aver concordato con Borsa Italiana S.p.A. una proroga del periodo di adesione per ulteriori 7 giorni di borsa aperta, con conseguente spostamento del termine del periodo di adesione alle ore 17:30 del giorno 9 settembre 2021 e (iii) comunicato un'ulteriore modifica della Soglia Minima da una partecipazione nel capitale sociale dell'Emittente almeno pari al 50% più 1 (una) azione ad una partecipazione pari all'80%.

In data 3 settembre 2021, l'Offerente ha (i) reso noto che, qualora entro la data di chiusura del periodo di offerta (9 settembre 2021) lo stesso fosse arrivato a detenere una partecipazione complessiva superiore al 90% del capitale sociale dell'Emittente, avrebbe riconosciuto, solo ed esclusivamente nell'ambito dell'Offerta stessa, a integrazione del Corrispettivo pari a Euro 10,20 per azione, un corrispettivo aggiuntivo pari a Euro 0,30 per azione, portando pertanto il corrispettivo nel caso di superamento della soglia del 90% a Euro 10,50 per azione, e (ii) comunicato la riduzione della Condizione Soglia da una partecipazione nel capitale sociale dell'Emittente pari al 90% a una partecipazione pari al 66,67% del capitale, partecipazione alla quale viene a convergere di conseguenza la Soglia Minima.

In data 14 settembre 2021, Bidco comunica di essere divenuta titolare di complessive n. 156.154.700 azioni CG, pari all'80% del capitale sociale dell'Emittente, di cui n. 154.073.094 (pari al 78,9% del capitale sociale dell'Emittente) portate in adesione all'Offerta.

Bidco nei giorni intercorrenti tra il 17 settembre 2021 e il 6 ottobre 2021 ha poi acquisito ulteriori complessive n. 18.428.093 azioni di CG, arrivando in ultima istanza a detenerne complessivamente n. 174.582.793,

rappresentative dell'89,4% del capitale sociale dell'Emittente. Tale percentuale è rimasta invariata fino al 31 ottobre 2021, data di riferimento della situazione patrimoniale di Bidco predisposta ai fini della fusione.

In data 16 novembre 2021, Bidco ha pubblicato un comunicato stampa rendendo noto che in pari data ha acquistato sul mercato ulteriori 2.533.099 azioni di CG, divenendo titolare di una partecipazione complessiva in quest'ultima pari al 90,7%, arrivando quindi a superare la soglia del 90% di cui all'Art. 108, comma 2, del TUF. Nella stessa data, Bidco ha inoltre comunicato al pubblico che *“non intende procedere al ripristino di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie Cerved Group S.p.A.”*.

Successivamente a tale data e fino al 17 novembre 2021, Bidco ha acquisito ulteriori 102.386 azioni, arrivando a detenere complessivamente 177.218.278 azioni, rappresentative del 90,75% del capitale di CG, come rappresentato nelle Informazioni in calce allo Stato Patrimoniale della situazione patrimoniale al 31 ottobre 2021 di Bidco approvata dall'Amministratore Unico in data 21 novembre 2021.

Dal momento che Bidco non è intenzionata a ripristinare il flottante, e in conseguenza del superamento della soglia di partecipazione del 90%, si attiva in capo a Bidco, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, l'obbligo di acquisto di azioni CG verso quegli azionisti che ne facciano richiesta (cosiddetta procedura di *“sell-out”*, nel seguito anche la *“Procedura”*); al termine della Procedura, quale che sia il suo esito, le azioni di CG non saranno più quotate. In particolare, ai sensi dell'art. 2.5.1 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., le azioni di CG 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) per le azioni di CG che dovessero essere cedute a Bidco nel contesto della Procedura.

L'esborso complessivo sostenuto da Bidco per le azioni di CG complessivamente detenute al 31 ottobre 2021, inclusivo della Tobin Tax, è stato pari a complessivi Euro 1.784.092.762, ai quali si sono aggiunti per effetto degli acquisti effettuati dall'1 al 17 novembre 2021 ulteriori esborsi per Euro 26.908.829.

La tabella di seguito mostra gli *step* di acquisizione, suddivisi tra azioni acquisite mediante adesione all'OPA e azioni acquistate sul libero mercato (nonché i relativi corrispettivi corrisposti), ripartiti tra acquisti entro la data di riferimento della situazione patrimoniale di Bidco (31 ottobre 2021) e acquisti successivi a tale data indicati nelle informazioni in calce alla citata situazione patrimoniale.

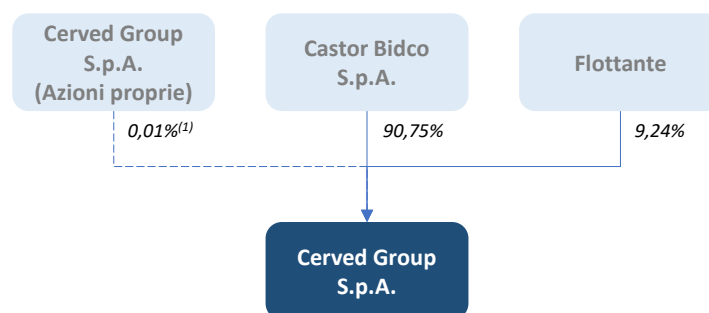
Modalità acquisizione <i>Importi in Euro migliaia</i>	n. azioni	% di possesso	Prezzo medio ponderato	Corrispettivo	Tobin Tax	Esborso complessivo
Adesione all'OPA	154.073.094	78,90%	10,20	1.571.546	3.143	1.574.689
Acquisto sul mercato (fino al 14 settembre 2021)	2.081.606	1,07%	10,19	21.217	32	21.249
Acquisto sul mercato (fino al 6 ottobre 2021)	18.428.093	9,44%	10,20	187.967	189	188.155
Totale Castor Bidco S.p.A. al 31 ottobre 2021⁽¹⁾	174.582.793	89,40%	10,20	1.780.729	3.364	1.784.092,762
Acquisto sul mercato (1-16 novembre 2021)	2.533.099	1,30%	10,20	25.838	26	25.863,447
Acquisto sul mercato (17 novembre 2021)	102.386	0,05%	10,20	1.044	1	1.045,382
Totale Castor Bidco S.p.A. al 17 novembre 2021⁽²⁾	177.218.278	90,75%	10,20	1.807.611	3.391	1.811.002

⁽¹⁾ Saldi al 31 ottobre 2021, data di riferimento della situazione patrimoniale di Bidco

⁽²⁾ I dati riportati coincidono con quelli indicati in calce alla situazione patrimoniale di Bidco al 31 ottobre 2021, approvata in data 21 novembre 2021. Si precisa che in data 19 novembre 2021 Bidco ha acquisito un'ulteriore quota di CG pari allo 0,02%, come espresso anche nel comunicato stampa in pari data. Tale quota non è stata tuttavia inclusa nel dettaglio degli acquisti post 31 ottobre della situazione patrimoniale al 31 ottobre 2021 approvata in data 21 novembre 2021.

Fonte: informazioni fornite dal Management di Castor Bidco S.p.A.

Il grafico di seguito mostra la compagine azionaria di Cerved Group S.p.A. alla data del 17 novembre 2021; le percentuali partecipative considerano gli acquisti di azioni CG da parte di Bidco successivi al 31 ottobre 2021 menzionati nella situazione patrimoniale al 31 ottobre 2021 di Bidco:



⁽¹⁾ Fonte: ultimo dato comunicato dal Management di CG

Le risorse finanziarie utilizzate da Bidco per l'esecuzione dell'operazione descritta derivano da apporti diretti del socio unico Castor S.p.A., supportati da una *Equity Commitment Letter*. A fronte di tale documento e delle successive integrazioni, Castor si è impegnata ad erogare a Bidco un corrispettivo sotto forma di versamento in conto capitale pari ad un massimo di Euro 2.550.000.000, già erogati alla data del 31 ottobre 2021 per un ammontare complessivo di Euro 1.787.413.150. L'ammontare erogato ha consentito all'Offerente di liquidare il corrispettivo complessivo (inclusivo di Tobin Tax) per l'acquisto del pacchetto azionario rappresentativo dell'89,4% del capitale sociale di CG (per un totale di Euro 1.784.092.762), sostenere i costi accessori e mantenere una consistenza di disponibilità liquide pari a Euro 2.600.465.

Successivamente al 31 ottobre 2021 e fino al 17 novembre 2021, Bidco ha acquisito quote addizionali di azioni utilizzando il credito verso il proprio socio legato all'*Equity Commitment Letter* per Euro 25.000.000.

Si segnala comunque che l'Incorporanda deteneva, alla data del 9 dicembre 2021, n. 178.002.825 azioni dell'Incorporante, corrispondenti a circa il 91,155% del capitale di quest'ultima. Si segnala altresì che, in pari data, l'Incorporante deteneva 11.091 azioni proprie, mentre l'Incorporanda non deteneva azioni proprie.

Come indicato nelle relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, l'Operazione in analisi non si qualifica quale fusione con indebitamento di cui all'articolo 2501-bis del Codice Civile.

Infine, in data 9 dicembre 2021, ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione di CG e l'Amministratore Unico di Bidco hanno approvato il progetto di fusione - che disciplina termini e condizioni della Fusione stessa - e contestualmente il Consiglio di Amministrazione di CG ha deliberato di revocare l'iniziale convocazione dell'assemblea straordinaria di CG, volta all'approvazione del progetto di fusione per incorporazione di CG in Bidco, prevista per l'11 febbraio 2022. In data 13 dicembre 2021, l'assemblea di Cerved è stata convocata per il 14 gennaio 2022 ai fini dell'approvazione del progetto di fusione. L'assemblea straordinaria di Castor Bidco si terrà in pari data, previa convocazione nei termini di legge.

Inoltre, gli Amministratori delle due Società hanno determinato il Rapporto di Cambio nella seguente misura:

per ogni n. 1 azione ordinaria della Società Incorporanda Castor Bidco S.p.A., priva di indicazione del valore nominale, n. 5.000,1386 azioni ordinarie della Società Incorporante Cerved Group S.p.A., prive di indicazione del valore nominale.

Gli Amministratori precisano altresì:

- che il Rapporto di Cambio tiene conto delle caratteristiche strutturali, delle sottese motivazioni e delle specifiche caratteristiche di Bidco e CG anche alla luce di una valutazione comparativa delle stesse Società;
- che ai fini della Fusione:
 - sarà cancellato l'intero capitale sociale della società Incorporanda e sarà annullata la totalità delle azioni dell'Incorporanda attualmente di proprietà di Castor, socio unico dell'Incorporanda;
 - in applicazione del Rapporto di Cambio, saranno assegnate in favore di Castor 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;
 - con riferimento alle azioni CG 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;
 - tutte le azioni proprie dell'Incorporante alla Data di Efficacia, ivi incluse le Azioni Oggetto di Recesso (come di seguito definite) che dovessero essere acquistate dall'Incorporante ai sensi

dell'articolo 2437-quater, comma 5, del Codice Civile, saranno annullate con effetto dalla Data di Efficacia della Fusione, senza variazione del capitale sociale;

- non è previsto alcun conguaglio in denaro e qualora il Rapporto di Cambio determini in capo a Castor, socio unico della Società Incorporanda, il diritto all'attribuzione complessivamente di un numero non intero di azioni della Società Incorporante, Castor si è resa disponibile a ottenere, in applicazione del Rapporto di Cambio, un numero complessivo di azioni della Società 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 della Società Incorporante);
- tutte le azioni ordinarie destinate a soddisfare il concambio saranno emesse in regime di dematerializzazione ed assegnate agli aventi diritto per il tramite dei rispettivi intermediari aderenti al sistema di gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. a far tempo dalla data di efficacia della Fusione;
- che la Fusione è stata oggetto di attenta considerazione anche da parte del comitato parti correlate di CG (di seguito il "Comitato Parti Correlate"), comitato endo-consiliare costituito ai sensi del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e della procedura in materia di operazioni con parti correlate adottata da CG in data 21 giugno 2021, in quanto la Fusione costituisce per CG un'operazione di "maggiore rilevanza" con una parte correlata. Bidco, infatti, esercita su CG il controllo di diritto ai sensi dell'articolo 2359, primo comma, n. 1, del codice civile e dell'articolo 93 del TUF;
- che il Comitato Parti Correlate ha deciso di avvalersi, ai fini delle proprie analisi e determinazioni, del supporto dell'*Advisor* finanziario indipendente Lazard & Co. S.r.l., nonché dell'*advisor* legale indipendente Studio Gatti Pavesi Bianchi e che ad esito delle analisi svolte e delle risultanze valutative cui è addivenuto l'*advisor* finanziario (in particolare della *fairness opinion* rilasciata dallo stesso sulla congruità del Rapporto di Cambio), in data 9 dicembre 2021 ha espresso un parere favorevole in merito all'interesse di CG all'attuazione della Fusione, nonché in merito alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della Fusione stessa;
- che lo statuto attuale di CG a far tempo dalla data di efficacia della Fusione sarà modificato in una nuova versione (di seguito il "Nuovo Statuto") per:
 - a. prorogare il termine di durata della Società Incorporante al 31 dicembre 2060;
 - b. introdurre un divieto alla costituzione di gravami sulle azioni;
 - c. introdurre un diritto di prelazione a favore del socio titolare della maggioranza assoluta delle azioni;

- d. sopprimere il voto di lista per la nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale;
- si precisa che il Nuovo Statuto non indica il numero di azioni della Società Incorporante rappresentative del medesimo capitale sociale alla Data di Efficacia in quanto tale informazione sarà disponibile solo una volta verificato (i) il numero di azioni proprie della Società Incorporante (ivi incluse le Azioni Oggetto di Recesso, come di seguito definite, che dovessero essere acquistate dalla Società 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, nonché (ii) il numero di azioni di nuova emissione della società Incorporante che dovranno essere assegnate a Castor, socio unico della società Incorporanda, in applicazione del Rapporto di Cambio, che dipenderà dal numero di azioni della società Incorporante di proprietà della società Incorporanda alla Data di Efficacia;
 - che agli azionisti della Società Incorporante che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lett. g) del Codice Civile, derivando dall'adozione del Nuovo Statuto, l'eliminazione del meccanismo del voto di lista di cui all'articolo 147-ter TUF;
 - che il valore di liquidazione delle azioni ordinarie della Società Incorporante per le quali sarà esercitato il diritto di recesso sopra menzionato (le "Azioni Oggetto di Recesso") sarà determinato ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 3, del Codice Civile, facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni CG nei sei mesi che hanno preceduto la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea della Società Incorporante chiamata ad approvare il Progetto di Fusione e la Fusione prevista per il 14 gennaio 2022;
 - che 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*.

La Fusione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali di riferimento e, in particolare, (i) per la Società 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) e approvata dall'Amministratore Unico della Società Incorporanda in data 21 novembre 2021, sentito il parere favorevole dell'organo di controllo, e (ii) per la Società Incorporante, in conformità all'articolo 2501-quater, comma 2, del Codice Civile, sulla base della relazione finanziaria semestrale separata di Cerved Group S.p.A. al 30 giugno 2021, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante in data 30 novembre 2021 e sottoposta a revisione contabile limitata volontaria da parte della società PricewaterhouseCoopers S.p.A. come da relazione rilasciata in data 1° dicembre 2021.

3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di Bidco e di CG adeguate informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione riporta 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.

La presente relazione 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, ai fini della definizione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori delle Società si sono avvalsi di *advisor* finanziari di primario *standing* e di comprovata professionalità ed esperienza e, segnatamente, CG si è avvalsa della consulenza del Prof. Gabriele Villa e del Prof. Giuliano Iannotta e Bidco si è avvalsa della consulenza di Deutsche Bank. Tali *advisor* hanno altresì predisposto una relazione sul Rapporto di Cambio a supporto delle decisioni degli Amministratori. Inoltre, come già anticipato, il Comitato Parti Correlate di CG ha deciso di avvalersi, ai fini delle proprie analisi e determinazioni, del supporto dell'*advisor* finanziario indipendente Lazard & Co. S.r.l. e ad esito delle proprie analisi svolte e delle risultanze valutative raggiunte dalla stessa Lazard (in particolare della *fairness opinion* rilasciata dalla stessa sulla congruità del Rapporto di Cambio), in data 9 dicembre 2021 ha espresso un parere favorevole in merito all'interesse di CG all'attuazione della Fusione, nonché in merito alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della Fusione stessa.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Bidco e da CG i documenti e le informazioni ritenuti utili alle nostre attività.

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

- Comunicato stampa di CG del 9 dicembre 2021 pubblicato sul sito avente ad oggetto l'approvazione del Progetto di Fusione per incorporazione di Bidco in CG e la comunicazione del rapporto di cambio;
- progetto di Fusione redatto dagli Amministratori delle singole Società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile e approvato dagli stessi in data 9 dicembre 2021;
- relazione illustrativa dell'Amministratore Unico di Bidco datata 9 dicembre 2021, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile;

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di CG datata 9 dicembre 2021 redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile;
- situazione economico-patrimoniale di Bidco al 31 ottobre 2021, approvata dall'Amministratore Unico in data 21 novembre 2021, comprensiva anche dell'informativa relativa agli acquisti successivi al 31 ottobre 2021;
- relazione finanziaria semestrale separata di CG al 30 giugno 2021, approvata dal consiglio di amministrazione della Società Incorporante in data 30 novembre 2021;
- relazione di revisione contabile limitata volontaria emessa da PricewaterhouseCoopers S.p.A. sulla relazione finanziaria semestrale separata di CG al 30 giugno 2021, datata 1° dicembre 2021;
- relazione datata 8 dicembre 2021 dei consulenti terzi Prof. Gabriele Villa e Prof. Giuliano Iannotta che hanno agito a supporto del Consiglio di Amministrazione di CG ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, e relazione datata 9 dicembre 2021 del consulente Deutsche Bank che ha operato a supporto dell'Amministratore Unico di Bidco;
- bozza del 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. redatto dal Consiglio di Amministrazione di CG;
- relazione finanziaria semestrale consolidata di CG al 30 giugno 2021, approvata dal Consiglio di Amministrazione di CG in data 29 luglio 2021; bilancio d'esercizio e consolidato di CG al 31 dicembre 2020 e relativa relazione di revisione emessa da PricewaterhouseCoopers S.p.A. in data 2 aprile 2021;
- documento di offerta di Castor Bidco pubblicato in data 8 luglio 2021;
- *fairness opinion* emesse da UBS, Mediobanca, Morgan Stanley & Co. quali esperti indipendenti a supporto del consiglio del Consiglio d'Amministrazione di CG e dei membri indipendenti, nell'ambito della diffusione da parte degli amministratori di CG del comunicato ex art. 103 del TUF;
- statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione;
- bozza di statuto post-Fusione di CG;
- dettagli e informazioni di supporto in merito al calcolo del Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori;
- comunicati stampa resi al mercato da CG in relazione alla Fusione e all'OPA;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni CG fornito dal *management* di CG;
- proiezioni economico-finanziarie relative a CG rese pubbliche in occasione dell'*Investor day* del 26 marzo 2021 (di seguito anche il "Piano Economico-Finanziario");
- dati economico-finanziari dei comparabili utilizzati ai fini della verifica del calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC) sviluppato dagli *advisor*;

- 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 I METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

5.1 Considerazioni metodologiche

Gli Amministratori sono pervenuti alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base dei risultati prodotti da diversi metodi di valutazione, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione, in considerazione delle caratteristiche specifiche delle Società - avendo in particolare riguardo alla natura delle società stesse - distinguendo quindi fra società operativa e società di investimento.

Nello specifico, gli Amministratori, con il supporto dei propri consulenti, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti con riferimento alle rispettive Società, comunque tali da ottenere risultati omogenei, coerenti rispetto alle realtà oggetto di valutazione e confrontabili. 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 e/o altri effetti anche collegati all'ingresso di CG nel Gruppo ION.

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 CG, gli amministratori di CG e i rispettivi *advisor* hanno identificato due metodi primari rispetto al percorso valutativo: l'individuazione del riferimento di mercato costituito dal Prezzo di OPA (quale metodo primario) e l'“*unlevered discounted cash flow*” (o anche “UDCF”) quale

metodo di controllo. Inoltre, i risultati raggiunti, sono stati anche comparati con gli intervalli di valore per azione restituiti dai DCF sviluppati dagli esperti indipendenti a supporto del consiglio del Consiglio d'Amministrazione di CG e dei membri indipendenti nell'ambito della diffusione da parte degli amministratori di CG del comunicato ex art. 103 del TUF sulla congruità del prezzo OPA. L'impostazione è stata confermata anche dall'Amministratore Unico di Bidco, che all'interno delle proprie valutazioni ha adottato il medesimo metodo primario, pur senza ricorrere a metodi di controllo;

- per la valutazione di Bidco, gli amministratori di CG e i rispettivi *advisor* hanno definito un unico metodo di valutazione ovvero quello noto in ambito valutativo come patrimoniale semplice, dal momento che si è considerata Bidco come un veicolo di investimento puro. Anche in questa circostanza, l'Amministratore Unico di Bidco ha operato in accordo al metodo utilizzato da CG.

Di seguito, per una maggiore informativa ai 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 valutativi applicati

5.2.1 Metodiche valutative di mercato: i corsi di borsa

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (anche "PIV") le metodiche valutative cosiddette "di mercato" forniscono un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche, con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti.

Sempre secondo i PIV, la configurazione di valore intesa come "Valore di Mercato" di un *asset* 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)*".

Tra le metodiche di mercato, si annovera il metodo dei corsi di borsa, che riconosce all'azienda un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico e viene generalmente utilizzato nel caso di società quotate con titoli caratterizzati da significativa liquidità.

In generale, oltre a tale fattispecie, presupposto per l'impiego di tale metodo (come per i restanti metodi di mercato) è che i prezzi osservati siano rappresentativi del prezzo che si potrebbe formare alla data di valutazione; il valutatore non può quindi prescindere da un'analisi delle condizioni che hanno determinato la formazione del prezzo stesso.

5.2.2 Metodo *Unlevered Discounted Cash Flow*

Il metodo DCF rientra tra le valutazioni di tipo finanziario, basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima e può essere condotto nelle due varianti:

- *Unlevered* (più utilizzato e noto con l'acronimo di "UDCF"): consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo (approccio *asset side*). Il valore del capitale economico dell'azienda viene poi ottenuto sottraendo da tale valore la Posizione Finanziaria Netta (anche "PFN") e tenendo conto degli eventuali *surplus asset*;
- *Levered*: giunge direttamente alla stima del capitale economico dell'azienda (approccio *equity side*).

L'applicazione del metodo nella versione *Unlevered* comporta l'utilizzo delle seguenti formule:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{UFCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} \right] \pm PFN + SA$$

dove:

W = Valore Economico;

UFCF = *Unlevered free cash flow*;

TV = *Terminal Value*;

WACC = Costo medio ponderato del capitale;

PFN = Indebitamento Finanziario Netto;

SA = *Surplus asset*.

Come richiesto dai PIV, l'individuazione dei flussi da trattare con il metodo DCF richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dagli amministratori dell'azienda da valutare, dei quali recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. Il piano idealmente dovrebbe estendersi sino alla stabilizzazione dei *driver* di valore, mediante proiezioni concordate sempre con il *management*.

Il metodo UDCF richiede grande attenzione alla stima del *Terminal Value*, poiché esso assume un peso elevato sul valore finale, specie quando il flusso di risultato a regime risulta superiore rispetto a quello del periodo esplicito. Pertanto, la stima più appropriata deve basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo anche conto di un tasso di crescita *g* coerente con i fondamentali. Come prescritto dai PIV, lo sforzo dell'esperto sul fronte dell'analisi fondamentale per l'individuazione del tasso *g* deve essere finalizzato a comprendere la sostenibilità del vantaggio competitivo di cui gode l'azienda al momento della valutazione nel lungo periodo, considerando che i vantaggi competitivi sono generalmente destinati a ridursi o a esaurirsi nel tempo. Il tasso crescita di un'azienda tende infatti in un'ottica di medio-lungo termine a

quello tipico del settore, il quale a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale. Spesso quindi, il tasso di crescita g ha il solo scopo di recuperare l'inflazione in modo che i flussi terminali mantengano nel tempo il loro contenuto reale.

I flussi individuati con il metodo *Unlevered Discounted Cash Flow* devono essere attualizzati utilizzando un tasso che rappresenti il costo delle risorse finanziarie dell'azienda, ovvero il *Weighted Average Cost of Capital* (anche "WACC" o "costo medio ponderato del capitale") delle Società.

La stima del costo medio ponderato del capitale è basata sulla seguente formula:

$$WACC = i_e \cdot W_e + i_d \cdot W_d \cdot (1 - t)$$

dove:

W_e = peso attribuito al capitale proprio;

W_d = peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

i_e = costo del capitale proprio;

i_d = tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);

t = aliquota fiscale.

Il costo del capitale proprio è nella prassi stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio correlato al rischio specifico del settore e della società oggetto di valutazione; tale premio viene calcolato prendendo a riferimento il coefficiente che misura il rischio specifico dell'impresa in relazione alla variabilità del suo rendimento rispetto al rendimento medio del mercato (β). Se necessario, al costo del capitale proprio così determinato viene poi aggiunto un *size premium*, per riflettere nel costo del capitale della società il rendimento addizionale richiesto dagli investitori di capitale di rischio per le dimensioni della società; tale premio aumenta al diminuire delle dimensioni dell'azienda oggetto di valutazione. La stima del Costo del capitale proprio (i_e) si basa sul modello comunemente identificato come *Capital Asset Pricing Model* (anche "CAPM"), secondo la seguente formula:

$$i_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) + SP$$

dove:

r_f = tasso di rendimento di attività prive di rischio;

β = coefficiente di regressione di una retta che rappresenta la relazione intercorrente fra il rendimento del titolo di cui si calcola il costo del capitale proprio e quello del mercato nel suo complesso;

r_m = saggio di rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;

SP = premio dimensionale o *size premium*.

Per poter determinare, a partire dalla stima del capitale operativo, il valore del capitale economico, è poi necessario determinare le seguenti componenti:

- *Posizione Finanziaria Netta (PFN)*: da considerare alla data di riferimento della valutazione stessa;
- *Surplus asset (SA)*: quando nell'ambito della valutazione emerge la presenza di attività non essenziali allo svolgimento della gestione (o passività originate da scelte non connesse alla gestione caratteristica) tali elementi non compresi nel perimetro *core* dell'azienda sottoposta a DCF non sono assorbiti nei risultati ottenuti e devono essere indicati e valutati a parte, con riferimento alla data della valutazione.

5.2.3 Metodo Patrimoniale Semplice

Le valutazioni di tipo patrimoniale mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale, sostituendo ai dati contabili i valori correnti delle singole attività e passività. Secondo ormai affermate prassi valutative, le componenti di valorizzazione del patrimonio possono includere anche fattori immateriali che ne caratterizzano l'attività, pur se non rilevati contabilmente.

I Principi italiani di Valutazione distinguono quindi le analisi che attribuiscono una specifica rilevanza ai beni immateriali specifici, anche se non contabilizzati, ossia le valutazioni patrimoniali complesse, dalle valutazioni patrimoniali semplici, le quali, in presenza di costi capitalizzati per l'acquisizione o per la formazione di beni immateriali, si limitano ad accertare che la loro utilità persista in prospettiva.

Il Metodo Patrimoniale Semplice consente di valorizzare la società come somma delle parti. Tale metodologia consiste nell'equiparare il *fair value* della Società in oggetto al valore corrente delle attività e delle passività iscritte nel bilancio della stessa alla data di riferimento della valutazione.

Secondo tale metodo il valore della società è quindi assimilato al patrimonio netto contabile, rettificato in aumento o in diminuzione al fine di ricondurre il valore netto contabile delle attività e delle passività ai rispettivi valori correnti.

5.3 Applicazione dei metodi valutativi

5.3.1 Individuazione del Prezzo OPA quale riferimento di mercato

Ai fini della valutazione del capitale economico di CG, gli Amministratori hanno preso come riferimento il Prezzo dell'OPA quale espressione del Valore di Mercato delle azioni di CG.

In ordine alla rilevanza – nell'ottica della determinazione del Rapporto di Cambio – del Prezzo OPA, il Consiglio di Amministrazione di CG ha rappresentato che dalla chiusura del periodo di adesione all'OPA (9 settembre 2021), l'andamento della gestione è risultato allineato al Piano Economico-Finanziario presentato agli

investitori in data 26 marzo 2021 e non vi sono stati eventi rilevanti destinati a modificare gli elementi analitici sul fondamento dei quali può essere stimato il valore della società. Il Prezzo OPA, di cui il Consiglio di Amministrazione di CG ha validato la congruità nell'ambito dell'Offerta in data 29 agosto 2021, rappresenta il valore a cui al 9 settembre 2021 ha aderito circa 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 CG).

Per la determinazione dell'*equity value* di CG, gli Amministratori hanno quindi ritenuto che il Prezzo OPA possa rappresentare alla data della valutazione il Valore di Mercato (come definito al paragrafo 5.2.1) delle azioni di CG e hanno conseguentemente utilizzato un prezzo per azione pari a Euro 10,20.

Il valore economico di CG è quindi risultato pari a Euro 1.991,8 milioni.

5.3.2 Metodo *Unlevered Discounted Cash Flow*

Gli Amministratori di CG, con il supporto dei propri *advisor*, hanno anche applicato il metodo *Unlevered Discounted Cash Flow* come metodo di controllo. In particolare, nell'applicazione di tale metodo, i Professori Villa e Iannotta hanno considerato i flussi di cassa operativi attesi per il periodo 2021-2025 muovendo le proprie analisi dalle grandezze economico-finanziarie prospettiche riferite al triennio 2021-2023 riportate nel Piano Economico-Finanziario predisposto dal *management* di CG e comunicato al mercato in occasione dell'*Investor day* del 26 marzo 2021, a cui hanno aggiunto il biennio 2024-2025 mediante un progressivo allineamento dell'andamento delle grandezze al tasso di crescita a lungo termine, secondo una soluzione tecnica di diffuso utilizzo nella prassi professionale. Inoltre, con riferimento al confronto tra i risultati previsti dal Piano e quanto conseguito nei mesi successivi, si specifica che nel comunicato stampa di CG del 12 novembre 2021, relativo ai risultati al 30 settembre 2021, il Consiglio ha comunicato che *"allo stato attuale e alla luce dei risultati conseguiti al 30 settembre 2021, si ritiene che, pur tenuto conto dell'andamento dell'anno in corso, si possano ritenere confermati gli obiettivi triennali del Piano industriale 2021-2023"*.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base dell'ultimo anno di proiezioni (2025), normalizzando gli investimenti e considerando una crescita sostenibile a lungo termine.

I flussi così determinati sono stati attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC).

Applicando la metodologia descritta, il metodo UDCF, utilizzato unicamente con funzione di confronto della congruità del Prezzo OPA, ha condotto al seguente intervallo di valori dell'azione CG: Euro 9,33 - Euro 11,11.

Le risultanze del metodo di controllo presentano un risultato coerente rispetto al metodo principale, confermando la ragionevolezza dei risultati ottenuti con lo stesso. Peraltro, gli amministratori di CG hanno trovato anche conferma circa la congruità del Prezzo OPA, nel confronto con gli intervalli di valore per azione restituiti dai DCF sviluppati dagli esperti indipendenti a supporto del consiglio del Consiglio

d'Amministrazione di CG e dei membri indipendenti nell'ambito della diffusione da parte degli amministratori di CG del comunicato ex art. 103 del TUF sulla congruità del prezzo OPA.

5.3.3 Metodo Patrimoniale Semplice

Gli Amministratori hanno utilizzato il metodo Patrimoniale Semplice per la valorizzazione del capitale economico di Bidco, considerando che il patrimonio netto di quest'ultima al 31 ottobre 2021 (pari a Euro 2.550.267.582) è composto principalmente dalla partecipazione in CG (Euro 1.784.092.762) e da altri crediti iscritti nell'attivo circolante per un valore pari a Euro 762.636.850, di cui per Euro 762.586.850 quale credito residuo verso il socio Castor derivante dai contributi in conto capitale effettuati.

Rispetto all'applicazione del metodo descritto in precedenza, che richiede di confrontare i valori contabili con i valori correnti delle attività e delle passività, gli Amministratori non hanno identificato alcuna rettifica a valere sul patrimonio netto contabile di Bidco alla data del 31 ottobre 2021.

Ai fini valutativi e dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, gli Amministratori delle Società hanno poi ritenuto di considerare nella valutazione di Bidco anche gli acquisti di azioni CG successivi al 31 ottobre 2021 che portano la partecipazione al 90,75%, dal momento che determinano il superamento della soglia del 90% da cui poi ne deriva, come già illustrato, l'applicazione della Procedura di *sell-out*.

Tale elemento, unitamente al fatto che la Fusione si perfezionerà successivamente al completamento della procedura di *sell-out* (da cui deriva il *delisting*), comporta nella sostanza che la Fusione sarà fra due società entrambe non quotate; con riferimento a tale aspetto, gli Amministratori hanno concluso che non sussistono pertanto effetti valutativi dovuti ad un diverso grado di liquidità di Bidco rispetto a CG.

Atteso che il capitale sociale di Bidco è suddiviso in 50.000 azioni, il valore per azione di Bidco a seguito dell'applicazione di detto metodo è risultato pari a Euro 51.001,41.

6 LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nell'ambito della propria Relazione, gli Amministratori di CG hanno evidenziato che il parere circa il Rapporto di Cambio deve essere interpretato in considerazione di alcuni limiti e assunzioni. Di seguito alcuni passaggi relativi a tali limiti e assunzioni:

- sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della perdurante volatilità dei mercati;
- ai fini dell'applicazione dell'UDCF, le società comparabili evidenziano, rispetto a CG, 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.

7 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1.1 Sintesi dei risultati delle valutazioni degli Amministratori

Si riporta di seguito una tabella riepilogativa dei risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori:

	Cerved Group S.p.A.		Castor Bidco S.p.A.	
	Amministratori CG	Amministratori Bidco	Amministratori CG	Amministratori Bidco
Metodo di valutazione primario	Prezzo OPA	Prezzo OPA	Patrimoniale semplice	Patrimoniale semplice
Metodo di valutazione di controllo	UDCF	<i>Non applicato</i>	<i>Non applicato</i>	<i>Non applicato</i>
Valore per azione con applicazione del metodo primario (€/az.)	10,2	10,2	51.001,4	51.001,4
Valore per azione con applicazione del metodo di controllo (€/az.)	9,3-11,1	<i>Non applicato</i>	<i>Non applicato</i>	<i>Non applicato</i>
Valore del capitale economico determinato dagli Amm.ri (€/m)	1.991,8	1.991,8	2.550,1	2.550,1
Numero di azioni (#)	195.274.979		50.000	
Valore per azione determinato dagli Amm.ri ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio (€/az.)	10,2	10,2	51.001,4	51.001,4
Valore per azione determinato dagli advisor finanziari (€/az.)	10,2	10,2	51.001,4	51.001,4

7.1.2 Il Rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori

Sulla base dei valori unitari delle azioni CG e delle azioni di Bidco, gli Amministratori hanno determinato un Rapporto di Cambio fisso ed univocamente determinato mediante arrotondamento, come segue:

per ogni n. 1 azione ordinaria della Società Incorporanda Castor Bidco S.p.A., priva di indicazione del valore nominale, n. 5.000,1386 azioni ordinarie della Società Incorporante Cerved Group S.p.A., prive di indicazione del valore nominale.

Non sono previsti conguagli in denaro e, come già anticipato, qualora il Rapporto di Cambio determini in capo a Castor, socio unico della Società Incorporanda, il diritto all'attribuzione complessivamente di un numero non intero di azioni della Società Incorporante, Castor si è resa disponibile a ottenere, in applicazione del

Rapporto di Cambio, un numero complessivo di azioni della Società 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 della Società Incorporante).

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 nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1. Inoltre, i colloqui con la Direzione di CG hanno anche contribuito a migliorare la nostra comprensione della struttura organizzativa, gestionale, commerciale e societaria del Gruppo;
 - gli *advisor* incaricati da Bidco, CG e dal Comitato Parti Correlate di CG;
- svolto una lettura critica:
 - del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
 - delle relazioni redatte dagli Amministratori ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile;
 - delle relazioni degli *advisor* di Cerved, Bidco e Comitato Parti Correlate di CG;
- discusso con la Direzione e/o rispettivi *advisor* delle Società il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di Bidco mediante l'applicazione del Metodo Patrimoniale Semplice come descritto nel precedente paragrafo 5;
- discusso con la Direzione e/o rispettivi *advisor* delle Società il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di CG, determinato da entrambe le società facendo riferimento al Prezzo d'OPA e nel caso di CG applicando anche il metodo UDCF quale metodo di controllo, come descritto al paragrafo 5;
- esaminato i verbali, anche in bozza, dei Consigli di Amministrazione di CG per il periodo dal 10 marzo 2021 al 9 dicembre 2021 e i verbali, anche in bozza, dell'Amministratore Unico di Bidco per il periodo dal 28 maggio 2021 al 9 dicembre 2021;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di Bidco e di CG, nonché la bozza di statuto di CG 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;
- svolto analisi di dettaglio, dove ritenuto necessario, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di Bidco e CG;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato in generale la correttezza matematica dei modelli di calcolo e valutativi forniti e del calcolo del Rapporto di Cambio;
- rivisto, in modo funzionale al nostro incarico, i pareri e/o relazioni emessi dagli *advisor* finanziari con riferimento al valore del capitale economico di Bidco e CG anche tramite colloqui con gli stessi;
- preso visione dei comunicati stampa resi al mercato da Bidco e CG nell'ambito dell'OPA e della Fusione;
- letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 4;
- raccolto per CG e Bidco, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi in seguito alla data di riferimento delle rispettive Situazioni Patrimoniali, 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 conseguire risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni

per operazioni di fusione, infatti, si può ritenere che la finalità principale non sia 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. In considerazione di questo, 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 descrivono l'operazione di Fusione ed espongono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Stante tale premessa, esponiamo 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 sviluppate 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. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi ordinariamente applicata in operazioni di questa natura;
- 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 Incorporanda. Con riferimento a tale aspetto, 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 operazioni similari;
- nelle Relazioni degli Amministratori viene sinteticamente descritto il procedimento valutativo svolto dagli stessi e le motivazioni sottostanti. 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. In particolare, l'Incorporante è stata valutata dal Consiglio di Amministrazione di CG ricorrendo a un metodo principale (riferimento al Prezzo OPA) e a un metodo di controllo (UDCF), secondo un approccio che appare ragionevole e che risulta ampiamente condiviso nella prassi valutativa. Tale impostazione è stata confermata anche dall'Amministratore Unico di Bidco, che all'interno delle proprie valutazioni ha adottato il medesimo metodo primario (riferimento al Prezzo OPA), pur senza ricorrere a metodi di controllo. Nel caso specifico, il Prezzo OPA, confermato dal raggiungimento del 91,155% di adesioni al 9 dicembre 2021 (in un contesto in cui la società offerente non deteneva partecipazioni all'inizio dell'OPA), rappresenta un riferimento che esprime appieno le caratteristiche tipiche del valore formatosi sul mercato fra soggetti indipendenti e adeguatamente informati;

- per quanto la situazione economico-patrimoniale di Bidco al 31 ottobre 2021 presa a riferimento per la valutazione del capitale economico della stessa non sia stata oggetto di specifica attività di revisione, l'Incorporanda, in virtù della sua particolare natura di società di investimento, è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo al Metodo Patrimoniale Semplice, partendo da consistenze patrimoniali in larga parte rappresentate dalla partecipazione in CG e da altri crediti iscritti nell'attivo circolante, senza che siano state applicati aggiustamenti a valere sul patrimonio netto contabile di Bidco alla data del 31 ottobre 2021. Tale approccio, assumendo la correttezza di quanto riportato nella situazione economico-patrimoniale di riferimento della Fusione, appare coerente e tiene adeguatamente in considerazione la struttura patrimoniale di Bidco;
- nella determinazione del valore di Bidco non sono stati impiegati metodi di controllo, anche in considerazione del fatto che la società, nella sua natura di puro veicolo di investimento, non ha elaborato previsioni economico – finanziarie, pertanto il metodo utilizzato rimane il più appropriato.
- Si precisa inoltre che gli amministratori hanno sottolineato, nell'ambito delle proprie valutazioni, che una volta conclusa la Procedura di *sell-out*, quale che sia il suo esito, le azioni CG non saranno più quotate, evidenziando dunque che la Fusione - che comunque si perfezionerà successivamente al completamento della procedura di *sell-out* - si configura quale operazione tra due società non quotate, i cui titoli hanno il medesimo grado di liquidità;
- l'individuazione del riferimento di mercato costituito dal Prezzo di OPA quale metodo primario per la valutazione dell'Incorporante trova conforto anche nei *range* di prezzo individuati dagli *advisor* finanziari di CG nelle *fairness opinion* richieste dal *management* di CG nell'ambito della valutazione della congruità del Prezzo OPA;

- il metodo UDCF utilizzato dal Consiglio di Amministrazione di CG quale metodologia di controllo per la valutazione di CG 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. Le risultanze del metodo di controllo (UDCF) presentano un risultato coerente rispetto al metodo principale, che conferma la ragionevolezza dei risultati ottenuti con lo stesso;
- 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 dagli Amministratori, 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

In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:

- ai fini del presente parere sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato, che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della continuativa volatilità dei mercati;
- i metodi di valutazione utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di CG hanno comportato, nel metodo UDCF utilizzato a fini di controllo per la valutazione di CG, 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 CG, l'evoluzione della disciplina di settore, nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri che non necessariamente si verificheranno nella misura rappresentata;
- nella determinazione del valore di Bidco, assumendo la correttezza di quanto riportato nella situazione economico-patrimoniale di riferimento della Fusione, si è utilizzato il Metodo Patrimoniale Semplice, in quanto trattasi di un puro veicolo di investimento, aspetto che ne limita la comparabilità con altre società; pertanto gli Amministratori hanno ritenuto di non dover applicare metodi di controllo.

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 Group S.p.A. e dall'Amministratore Unico di Castor Bidco S.p.A., anche sulla base delle indicazioni dei loro *advisor*, 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. 5.000,1386 azioni di Cerved Group S.p.A. per ogni n. 1 azione di Castor Bidco S.p.A.

Milano, 14 dicembre 2021

Epyon Audit S.r.l.



Luigi De Lillo

(socio)



Cristian Novello

(socio)