



QUARANTACINQUE SPA

CAD IT SPA

**RELAZIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2501-SEXIES E
2501-BIS, QUARTO COMMA, DEL CODICE CIVILE**

M



RELAZIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2501-SEXIES E 2501-BIS, QUARTO COMMA, DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Quarantacinque SpA

e

Agli Azionisti di
CAD IT SpA

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Quarantacinque SpA ("Quarantacinque", "Società Incorporante" o "Società Risultante dalla Fusione") e da CAD IT SpA ("CAD IT" o "Società Incorporanda" o "Emittente") (congiuntamente le "Società" o "Società Partecipanti alla Fusione"), PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto Comune") ha ricevuto dal Tribunale di Verona, con Decreto del 24 maggio 2018, l'incarico di redigere, in qualità di Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-sexies e 2501-bis, quarto comma, del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") nell'ambito della fusione per incorporazione di CAD IT in Quarantacinque ("Fusione") e l'attestazione della ragionevolezza in merito all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione.

In data 19 febbraio 2018, Quarantacinque ha promosso, ai sensi degli artt. 102, comma 1 e 106, comma 4, del Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato (il "TUF"), un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di CAD IT che, in tale data, non fossero già detenute da Quarantacinque e, pertanto, n. 7.701.804 azioni della Società Incorporanda, rappresentanti l'85,766% circa del capitale sociale di CAD IT (l'"Offerta") ad un corrispettivo pari ad Euro 5,30 per ciascuna azione di CAD IT apportata in adesione.

A conclusione dell'Offerta, Quarantacinque è giunta a detenere n. 5.953.046 azioni della Società Incorporanda, pari al 66,292% del capitale sociale di CAD IT: di conseguenza, Quarantacinque controlla di diritto CAD IT. La Fusione si inquadra dunque nel contesto di un'articolata operazione, iniziata con il lancio dell'Offerta e volta a conseguire la revoca dalla quotazione sul Mercato Telematico Azionario (il "MTA"), organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA ("Borsa Italiana"), delle azioni di CAD IT. Tale operazione è sinteticamente descritta al successivo paragrafo 2.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dall'Amministratore Unico di Quarantacinque e dal Consiglio di Amministrazione di CAD IT (congiuntamente, "Organi Amministrativi" o "Amministratori"), tra l'altro, la seguente principale documentazione:

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: Ancona 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - Bari 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - Bologna 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - Brescia 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - Catania 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - Firenze 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - Genova 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - Napoli 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - Padova 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - Parma 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - Pescara 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - Torino 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - Trento 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - Udine 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - Varese 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0332285039 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - Vicenza 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

- il Progetto di Fusione approvato in data 29 maggio 2018 dagli Organi Amministrativi delle Società ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-ter e 2501-bis, secondo comma, del Codice Civile che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- le situazioni patrimoniali di riferimento ("Situazioni Patrimoniali") e in particolare:
 - per la Società Incorporante, la situazione patrimoniale redatta alla data del 30 aprile 2018, composta di stato patrimoniale, conto economico, nota integrativa e rendiconto finanziario, approvata dall'Amministratore Unico della Società Incorporante in data 29 maggio 2018;
 - per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-quater, secondo comma, del Codice Civile, il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017, approvato dall'assemblea dei soci in data 27 aprile 2018.
- le relazioni illustrative del 29 maggio 2018 predisposte dagli Organi Amministrativi che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso ("Relazioni degli Amministratori" o "Relazioni"). Le Relazioni indicano altresì, ai sensi dell'art. 2501-bis, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e contengono il piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- il documento del 29 maggio 2018 "*Quarantacinque - CAD IT: Elementi di Valutazione*" ("Valutazione") predisposto dall'Advisor unico Deloitte Financial Advisory Srl ("Deloitte" o l'Advisor") relativo al calcolo del Rapporto di Cambio e ad un'analisi della sostenibilità dell'indebitamento riveniente dalla Fusione.

Il Progetto di Fusione e le Relazioni saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Quarantacinque e di CAD IT che sono state convocate in unica convocazione il 13 luglio 2018.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che la Fusione rappresenta il completamento di una più ampia operazione d'integrazione fra Quarantacinque e CAD IT, sinteticamente descritta di seguito:

- in data 19 febbraio 2018, Quarantacinque ha promosso, ai sensi degli artt. 102, comma 1 e 106, comma 4, TUF, l'Offerta avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di CAD IT che, in tale data, non fossero già detenute da Quarantacinque e, pertanto, n. 7.701.804 azioni dell'Emittente, rappresentanti l'85,766% circa del capitale sociale di CAD IT ad un corrispettivo pari ad Euro 5,30 per ciascuna azione di CAD IT apportata in adesione. A conclusione dell'Offerta, Quarantacinque è



giunta a detenere n. 5.953.046 azioni dell'Emittente, pari al 66,292% del capitale sociale di CAD IT: di conseguenza, Quarantacinque controlla di diritto CAD IT;

- al fine di far fronte agli esborsi connessi all'Offerta, Quarantacinque ha emesso – in data 12 aprile 2018 – un prestito obbligazionario non convertibile, per un ammontare complessivo attualmente pari in linea capitale ad Euro 30.000.000 e sottoscritto da vari fondi di investimento (più precisamente: Magnetar Constellation Master Fund, Ltd, Magnetar Constellation Fund II, Ltd, Magnetar Xing He Master Fund Ltd, Magnetar SC Fund Ltd and Magnetar Constellation Master Fund V Ltd, collettivamente i “Fondi Magnetar”) la cui gestione è, in ultima istanza, affidata a Magnetar Financial (UK) LLP (il “Prestito Obbligazionario”);
- in data 2 maggio 2018, il Consiglio di Amministrazione di CAD IT e l'Amministratore Unico di Quarantacinque, alla luce dell'esito dell'Offerta ed in linea con i programmi futuri prospettati da Quarantacinque nel relativo documento di offerta, approvato dalla CONSOB con delibera n. 20325 del 7 marzo 2018 e pubblicato in data 9 marzo 2018 anche sul sito internet dell'Emittente (il “Documento di Offerta”), hanno deliberato di approvare le linee guida per l'esecuzione della fusione per incorporazione di CAD IT nella sua controllante Quarantacinque;
- la Fusione si inquadra nel contesto di un'articolata operazione, iniziata con il lancio dell'Offerta e volta a conseguire la revoca dalla quotazione sul MTA, organizzato e gestito da Borsa Italiana, delle azioni di CAD IT (il “Delisting”). Infatti, come ampiamente segnalato nel Documento di Offerta, qualora le azioni ordinarie dell'Emittente non fossero state revocate dalla quotazione e, pertanto, il Delisting non fosse stato conseguito ad esito dell'Offerta, Quarantacinque avrebbe valutato strutture alternative per addivenire al Delisting, ivi inclusa la Fusione di CAD IT in Quarantacinque;
- in data 29 maggio 2018, gli organi amministrativi di CAD IT e Quarantacinque hanno deliberato di approvare il progetto di Fusione, redatto ai sensi degli artt. 2501-bis e 2501-ter del Codice Civile (il “Progetto di Fusione”);
- in considerazione del rapporto di controllo di diritto instauratosi tra CAD IT e Quarantacinque all'esito dell'Offerta, del fatto che Quarantacinque è una società in cui sia il Dott. Paolo Dal Cortivo, Presidente ed Amministratore Delegato di CAD IT, che la Dott.ssa Giulia Dal Cortivo, Amministratore Delegato di CAD IT, detengono una quota superiore al 20% dei diritti di voto, nonché della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione con parti correlate di “maggiore rilevanza” ai sensi del regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (“Regolamento OPC”) e della procedura approvata dal Consiglio di Amministrazione di CAD IT ai sensi dell'art. 2391-bis del Codice Civile e del Regolamento OPC, come da ultimo modificata in data 14 marzo 2017 (la “Procedura OPC”). Pertanto, il comitato per il controllo e rischi di CAD IT, facente funzioni di comitato per le operazioni con parti correlate (il “Comitato OPC”) è stato coinvolto nella fase istruttoria della Fusione, nonché nell'approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea straordinaria degli azionisti di CAD IT. Peraltro, il Progetto di Fusione è stato approvato con parere favorevole di tale Comitato, ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, circa la sussistenza di un interesse per la Società Incorporanda all'esecuzione della Fusione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni



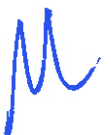
della Fusione.

- In conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Quarantacinque – mediante emissione del Prestito Obbligazionario – per realizzare l'Offerta, in relazione alla Fusione trova applicazione l'art. 2501-*bis* del Codice Civile. Pertanto:
 - *ex art. 2501-bis*, secondo comma, del Codice Civile, il Progetto di Fusione indica le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
 - gli Organi Amministrativi, *ex art. 2501-sexies* del Codice Civile, in data 10 maggio 2018 hanno depositato presso il Tribunale di Verona istanza per la nomina dell'esperto di cui all'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, avvalendosi della facoltà *ex art. 2501-sexies*, quarto comma, del Codice Civile di richiedere al Tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione la nomina di uno o più esperti comuni, con il compito di attestare, nella propria relazione, la congruità dal Rapporto di Cambio; *ex art. 2501-bis*, quarto comma, del Codice Civile, tale relazione deve altresì attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione. Con provvedimento del 24 maggio 2018, depositato in data 25 maggio 2018, il Presidente del Tribunale di Verona ha nominato quale Esperto Comune PricewaterhouseCoopers SpA;
 - gli Organi Amministrativi, *ex art. 2501-bis*, quinto comma, del Codice Civile, hanno affidato a BDO Italia SpA ("BDO"), società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Quarantacinque, l'incarico di rilasciare la relazione da allegare al Progetto di Fusione.
- le assemblee straordinarie degli azionisti di CAD IT e Quarantacinque chiamate ad approvare la Fusione sono state entrambe convocate per il giorno 13 luglio 2018.

Dal Progetto di Fusione risulta che il concambio delle azioni ordinarie di CAD IT, di proprietà di azionisti diversi da Quarantacinque, sarà soddisfatto mediante assegnazione di massimo n. 6.528.622 azioni di Quarantacinque di nuova emissione, aventi gli stessi diritti e le stesse caratteristiche delle altre azioni emesse dalla stessa Quarantacinque.

Per effetto ed in esecuzione della Fusione, la Società Incorporante procederà ad effettuare, al servizio del concambio, un aumento di capitale sociale per un importo massimo di Euro 65.286 mediante emissione di massime n. 6.528.622 azioni prive di valore nominale espresso. Gli Amministratori precisano che l'importo del citato aumento di capitale, nonché il predetto numero di azioni, potrà differire da quello riferito alla data del Progetto di Fusione per effetto:

- dell'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di CAD IT, che non avranno concorso alla deliberazione di approvazione della Fusione;
- di eventuali operazioni di acquisto di azioni di CAD IT effettuate dalla Società Incorporante fino alla data di esecuzione della Fusione.



In conformità all'art 2504-ter, secondo comma, del Codice Civile, non si farà luogo all'assegnazione di alcuna azione della Società Incorporante in concambio delle azioni della Società Incorporanda possedute dalla Società Incorporanda medesima o dalla Società Incorporante. Si segnala che, alla data del presente Progetto di Fusione, la Società Incorporanda e la Società Incorporante non detengono azioni proprie, mentre la Società Incorporante detiene n. 5.953.046 azioni della Società Incorporanda, corrispondenti al 66,292% del capitale di quest'ultima.

In dettaglio, gli Amministratori specificano che la Fusione sarà attuata mediante:

- annullamento senza concambio delle attuali n. 5.953.046 azioni ordinarie CAD IT, ovvero del diverso numero di azioni che sarà posseduto alla data di efficacia della Fusione, detenute dalla Società Incorporante alla data del presente Progetto di Fusione;
- annullamento con concambio, in misura pari al Rapporto di Cambio, delle azioni ordinarie CAD IT in circolazione alla data di efficacia della Fusione, diverse da quelle sopra indicate. La Società Incorporante resta impegnata a prestare ogni attività utile affinché i soci della Società Incorporanda possano ottenere un numero intero di azioni in sede di concambio.

Tutte le azioni ordinarie destinate al 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 SpA alla data di efficacia della Fusione.

La data di efficacia giuridica della Fusione, ai sensi dell'articolo 2504-bis, secondo comma, del Codice Civile verrà stabilita in sede di atto di Fusione e potrà essere anche successiva alla data dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504 del Codice Civile.

A decorrere dalla data di efficacia della Fusione, la Società Incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo alla Società Incorporanda.

Le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante con effetto dal 1 aprile 2018. Qualora, tuttavia, la data di efficacia giuridica della Fusione sia successiva al 31 dicembre 2018, le operazioni della Società Incorporanda, ai solo fini contabili e fiscali, saranno imputate al bilancio della Società Incorporante con decorrenza dal 1 gennaio dell'anno solare nel quale cadrà la data di efficacia della Fusione e quindi, presumibilmente, dal 1 gennaio 2019, come indicato nel Progetto di Fusione.

La stessa data sarà considerata data di decorrenza per gli effetti di cui all'art. 172, comma 9, D.P.R. 917/1986.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli Azionisti di Quarantacinque e CAD IT idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il nostro parere



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 delle Società Partecipanti alla Fusione, supportati dalle indicazioni dei rispettivi *Advisor* da essi nominati, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

Sotto un diverso profilo, la presente relazione contiene l'attestazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società Partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il Progetto di Fusione approvato in data 29 maggio 2018 dagli Organi Amministrativi delle Società ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-ter e 2501-bis, secondo comma, del Codice Civile che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- il verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di CAD IT in data 29 maggio 2018;
- le situazioni patrimoniali di riferimento e in particolare:
 - per la Società Incorporante, la situazione patrimoniale redatta alla data del 30 aprile 2018 (composta di stato patrimoniale, conto economico, nota integrativa e rendiconto finanziario) e approvata dall'Amministratore Unico della Società Incorporante in data 29 maggio 2018;
 - per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-quater, secondo comma, del Codice Civile, il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017, approvato dall'assemblea dei soci in data 27 aprile 2018.
- le Relazioni degli Amministratori del 29 maggio 2018 che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. Le Relazioni indicano altresì, ai sensi dell'art. 2501-bis, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;



- il documento di Valutazione del 29 maggio 2018 predisposto dall'*Advisor* unico Deloitte relativo al calcolo del Rapporto di Cambio e ad una analisi della sostenibilità dell'indebitamento riveniente dalla Fusione;
- il documento informativo ("Documento Informativo") relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento OPC concernente la Fusione;
- documentazione varia riferibile al Prestito Obbligazionario, che ne descrive i principali termini e caratteristiche;
- Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2018 di CAD IT del 14 maggio 2018;
- gli statuti sociali di Quarantacinque e CAD IT, nonché il testo della bozza dello statuto della Società Risultante dalla Fusione;
- il documento di offerta datato 9 marzo 2018 predisposto da Quarantacinque relativo all'Offerta, ai sensi degli articoli 102 e 106 comma 4 del TUF, avente ad oggetto le azioni ordinarie di CAD IT;
- il Piano Economico-Finanziario 2018-2023 della Società Risultante dalla Fusione di CAD IT in Quarantacinque ("Piano 2018-2023" o "Piano"), predisposto dal *management* di CAD IT e condiviso con il Consiglio di Amministrazione, senza tuttavia essere stato formalmente approvato da quest'ultimo;
- la comunicazione pervenuta in data 11 giugno 2018 da un Amministratore Indipendente di CAD IT;
- comunicati stampa emessi da CAD IT in merito alla Fusione con Quarantacinque;
- informazioni di mercato raccolte attraverso i *data provider* Capital IQ e MergerMarket;
- documenti integrativi, contabili e statistici, ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre richiesto, in conformità ai principi di riferimento applicabili, specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione delle Società Partecipanti alla Fusione, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sia per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio, sia con riferimento all'identificazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione. Al momento dell'emissione della presente relazione, dette lettere di attestazione non ci sono state fornite.



5. PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO, CON INDICAZIONE DELLE RISORSE FINANZIARIE DESTINATE AL SODDISFACIMENTO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE

5.1. Piano 2018-2023

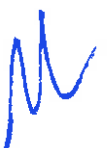
Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che il Piano 2018-2023 di CAD IT è stato redatto in ipotesi di continuità aziendale del *business* in configurazione con la previsione di una fusione per incorporazione di CAD IT in Quarantacinque a partire dal quarto trimestre dell'anno fiscale 2018.

Secondo quanto rappresentato nella relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile il Piano è stato predisposto sulla base di principi contabili omogenei rispetto a quelli adottati da CAD IT nella redazione del proprio bilancio.

Dalle Relazioni degli Amministratori emerge che il Piano prevede la Fusione tra CAD IT e Quarantacinque a partire dal quarto trimestre 2018 con il conseguente *push down* del debito attualmente in capo a Quarantacinque.

Di seguito vengono riportate, in sintesi, i principali *driver* utilizzati dagli Organi Amministrativi delle Società come illustrate nelle Relazioni degli Amministratori:

- il mantenimento dei contratti in essere verso i clienti del gruppo facente capo a CAD IT (il "Gruppo"), tramite erogazione di servizi di manutenzione e consulenza, rilascio di nuove licenze e aggiornamenti delle licenze in uso. L'assunzione circa il mantenimento dei clienti trova fondamento sul rapporto consolidato di questi ultimi con il Gruppo, sul valore altamente strategico dei software CAD IT nei sistemi IT delle istituzioni finanziarie e sulle barriere all'entrata molto elevate che caratterizzano il settore software destinato al comparto finanziario; la previsione dei ricavi tiene conto di alcuni processi di consolidamento in corso e noti nel mercato bancario;
- l'ottenimento di nuovi clienti nell'ambito del sistema bancario, con i quali il *management* di CAD IT sta già negoziando i contratti, e nei settori assicurativo e industriale;
- l'acquisizione di due società spagnole operanti nel medesimo settore del Gruppo. In particolare, si tratta delle società Desarrollo de Productos Informáticos SA ("DPI"), la cui acquisizione è avvenuta nel mese di aprile 2018, e Software Financiero Bolsa S.A. ("SFB"), del cui capitale sociale il Gruppo ha acquisito una quota del 30% nell'aprile 2016;
- con riferimento allo sviluppo previsto dei ricavi, gli Amministratori sottolineano che non è stata prudenzialmente considerata l'attivazione dei ricavi generati dall'attività di *Business Process Outsourcing* ("BPO") e di *IT Outsourcing*, in fase di sviluppo ed implementazione, per la quale il Gruppo ha già ricevuto manifestazioni di interesse da gruppi bancari di primario livello, sia a livello nazionale che internazionale. L'impatto delle attività di BPO e IT Outsourcing, in caso di implementazione durante il periodo di Piano, potrebbe portare ad un considerevole aumento della redditività rispetto a quanto rappresentato;



I *driver* appena descritti determinano le seguenti principali grandezze economico-finanziarie del Piano, anch'esse riportate nelle Relazioni degli Amministratori:

- Ricavi:
 - ✓ Gli Amministratori segnalano che la crescita dei ricavi è resa possibile dall'operazione di Delisting, che consentirà un rafforzamento della *governance*, comportando quindi una maggior focalizzazione sullo sviluppo del *business*.
- Costi per servizi:
 - ✓ tale voce comprende principalmente costi per collaborazioni esterne, rimborsi per spese e trasferte, canoni di assistenza e manutenzione, *utilities*, costi amministrativi, costi assicurativi e consulenze di vario genere (legali, contabili etc.);
 - ✓ gli Amministratori prevedono che l'incidenza di tali costi subirà una flessione rispetto all'incidenza sui ricavi (dal 18% del 2017 al 14% del 2023). Tale diminuzione è ascrivibile ad un risparmio di costi, ipotizzato come diretta conseguenza dell'allocazione dei ruoli e mansioni dei dipendenti interni alle attività di business del Gruppo precedentemente affidate a collaborazioni esterne. Il decremento previsto, secondo gli Amministratori, si pone in continuità con quanto già implementato e registrato a livello storico (-36% dal 2015 al 2017). È inoltre previsto il mantenimento dell'attuale livello di costi attribuibili ai servizi di consulenza, legali, contabili etc.
- Costo del personale:
 - ✓ Gli Amministratori hanno assunto una crescita graduale dei costi del personale. Tale fattispecie è connessa alla tipicità del *business* e dei servizi proposti, che non prevedono una diretta proporzionalità tra l'aumento dei volumi e l'impiego di personale;
 - ✓ nel periodo previsionale non si ipotizza l'inserimento di nuove risorse. In questo senso si segnala che l'organico ad oggi impiegato è ritenuto dagli Amministratori ampiamente sufficiente a raggiungere gli obiettivi di crescita prefissati.
 - ✓ fatte tali premesse gli Amministratori ipotizzano la diminuzione dell'incidenza del costo del personale sui ricavi (da 64% a 58% nell'arco del Piano).
- Attivo fisso:
 - ✓ l'evoluzione delle immobilizzazioni è determinata sulla base delle ipotesi di investimenti strutturali previsti dal *management* per il periodo di previsione. In particolare, si prevede di mantenere un livello di investimenti relativi all'implementazione di software e prodotti pari a circa Euro 3,7 milioni (immobilizzazioni immateriali) ed un livello di *capex* di mantenimento pari a circa Euro 1 milione.
- Capitale Circolante Netto:
 - ✓ l'andamento nel Piano dei crediti verso clienti nel periodo di previsione riflette una tempistica media di incasso pari a 140 giorni, in leggero miglioramento rispetto alla media storica



- registrata negli ultimi 5 anni (160 giorni), ma prudenziale se si considerano le recenti politiche di gestione del circolante implementate;
 - ✓ l'andamento dei debiti verso fornitori riflette una tempistica media di pagamento pari a 150 giorni, in linea rispetto alla media registrata storicamente (146 giorni);
 - ✓ gli Amministratori prevedono un andamento stabile del Capitale Circolante Netto durante tutto il periodo del Piano, sostanzialmente in linea con gli esercizi precedenti, senza considerare quindi i miglioramenti nella gestione clienti/fornitori che hanno portato ad una maggiore generazione di cassa.
- Posizione Finanziaria Netta:
 - ✓ anche successivamente all'emissione del Prestito Obbligazionario la Posizione Finanziaria Netta presenta un valore contenuto, grazie alla buona generazione di cassa del Gruppo. Il Piano prevede, altresì, la fusione tra CAD IT e Quarantacinque a partire dal quarto trimestre 2018 con il conseguente *push down* del debito attualmente in capo a Quarantacinque.
 - Dividendi:
 - ✓ Secondo quanto rappresentato dagli Amministratori il Piano non prevede la distribuzione di dividendi.

5.2. Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione

La totalità dell'indebitamento finanziario è rappresentata dall'ammontare residuo del Prestito Obbligazionario emesso da Quarantacinque in data 12 aprile 2018. L'emissione di tale Prestito Obbligazionario è stata approvata con delibera dell'Amministratore Unico di Quarantacinque in data 5 marzo 2018, come integrata in data 3 aprile 2018. Ai sensi del "*subscription agreement*", Quarantacinque si è impegnata ad emettere, in una o più *tranche*, titoli obbligazionari per un importo massimo in linea capitale di Euro 53.612.902 che sono stati integralmente sottoscritti da una serie di fondi facenti capo all'*hedge fund* Magnetar.

Di seguito sono riportati i principali termini e condizioni del finanziamento indicati dagli Amministratori nelle loro Relazioni:

- prezzo di emissione: 98% del valore nominale;
- rimborso: integrale al quinto anniversario della prima emissione di obbligazioni (*bullet*);
- tasso annuo nominale: pari a EURIBOR a 3 mesi (con *floor* pari a 0% e *cap* pari a 1%) più 900 bps;
- *performance fee*: alla data di rimborso integrale del Prestito Obbligazionario (per scadenza ovvero al ricorrere delle ipotesi di rimborso anticipato volontario e obbligatorio), Quarantacinque dovrà corrispondere ai titolari del Prestito Obbligazionario un ulteriore importo (*performance fee*) in misura massima pari al 26,5% (la percentuale applicata – al massimo 26,5% – è contrattualmente



proporzionale al debito erogato) della differenza, se positiva, tra (i) l'*Enterprise Value* del gruppo facente capo a Quarantacinque (inclusa CAD IT in caso di mancato perfezionamento della Fusione) al momento del rimborso integrale, calcolato sulla base dell'EBITDA di tale gruppo nel periodo di 12 mesi precedenti il rimborso del Prestito Obbligazionario, moltiplicato per 4,5 e (ii) l'*Enterprise Value* di detto gruppo stimato al 31 dicembre 2017 sulla base dell'EBITDA, moltiplicato per 4,5. La percentuale della *performance fee* verrà ridotta proporzionalmente in caso l'ammontare dell'emissione fosse inferiore ad Euro 53.612.902;

- *covenant* finanziario: impegno a mantenere un rapporto tra l'indebitamento lordo consolidato e l'EBITDA consolidato non superiore a 5,5x.

5.3. *Risorse finanziarie e sostenibilità del Piano della Società Risultante dalla Fusione*

Come precedentemente richiamato il Piano ipotizza il perfezionamento della Fusione nel corso del quarto trimestre 2018 con il conseguente *push down* del debito. Il Piano è conseguentemente stato redatto, secondo quanto riferito nelle Relazioni, anche allo scopo di dare evidenza dei flussi di cassa netti consolidati disponibili per il servizio del debito, come evidenziato dal seguente prospetto:

€/mln	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cassa e Disponibilità Liquide Equivalenti BOP	14,2	16,6	22,9	30,6	38,8	47,2
Free Cash Flow	2,4	6,4	7,7	8,1	8,4	(23,9)
Cassa e disponibilità Liquide Equivalenti EOP	16,6	22,9	30,6	38,8	47,2	23,3
Debito Lordo Consolidato EOP	33,2	32,7	32,7	32,7	32,8	2,9
Posizione Finanziaria Netta EOP	16,6	10	2	(6)	(14)	(20)
Δ PFN	-	6,9	7,7	8,1	8,3	6,0
Flussi di Cassa a Servizio del Debito	3,2	9,3	10,6	11,1	11,3	(17,1)
Financial Interests	(0,8)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(6,8)
PFN/EBITDA	1,0x	0,5x	0,1x	n.s.	n.s.	n.s.
Debito Lordo Consolidato/EBITDA	2,1x	1,8x	1,7x	1,6x	1,6x	0,1x
Interest Coverage	4,0x	3,2x	3,6x	3,8x	3,9x	(2,5x)

Gli Amministratori nella loro Relazione sottolineano come il Gruppo abbia sempre presentato una Posizione Finanziaria Netta positiva (cassa), ovvero sia sempre stato in grado di finanziare la propria crescita – sia organica, sia di natura straordinaria – attraverso la cassa generata dalla gestione caratteristica, con un ricorso all'indebitamento bancario residuale e legato principalmente ad esigenze di breve periodo e di gestione del capitale circolante.



Con riferimento alla situazione specifica, gli Amministratori evidenziano pertanto come l'indebitamento del Gruppo post fusione faccia principalmente riferimento al Prestito Obbligazionario per Euro 30 milioni.

L'obbligazione, che presenta un profilo di rimborso interamente a scadenza, non prevede quindi il rimborso di rate in conto capitale. Inoltre, risulta contrattualmente stabilito nel "*subscription agreement*" che parte dell'emissione obbligazionaria sia destinata alla copertura degli interessi dovuti nel corso dei primi dodici mesi.

Ne consegue che parte dell'emissione obbligazionaria, e più in particolare circa Euro 2,8 milioni, è riferibile alla copertura degli interessi del primo anno.

Con riferimento agli esercizi successivi al primo gli Amministratori richiamano che:

- la copertura degli interessi è assicurata da un "*interest cover*", ratio finanziario utilizzato nella prassi per misurare la capacità delle aziende a far fronte al pagamento degli oneri finanziari, e definito come il rapporto tra "*free cash flow for debt service*" e gli interessi contrattualmente dovuti, superiore a 2x per tutta la durata del Piano;
- in funzione delle assunzioni di crescita organica e del perfezionamento delle acquisizioni delle quote di maggioranza di SFB e DPI, il Gruppo sarà in grado di generare un ammontare significativo di cassa, stimato pari a Euro 47 milioni al 2023, data contrattuale di scadenza e quindi di rimborso del debito in conto capitale.

Secondo gli Amministratori, pertanto, CAD IT presenta capacità di far fronte al proprio indebitamento sia per quanto concerne il pagamento degli interessi ad esso connessi, che per il ripagamento della quota in conto capitale.

Infine, gli Amministratori affermano nelle proprie Relazioni di aver verificato la sostenibilità del debito anche attraverso l'elaborazione di due "*stress case*" (*downside* scenario – caso 1 e *downside* scenario – caso 2), i quali presentano le caratteristiche di seguito riportate.

Downside scenario – caso 1

Nello sviluppo del primo scenario gli Amministratori hanno ipotizzato che non si verifichi alcuna crescita, e che pertanto il fatturato e l'EBITDA siano proiettati in maniera inerziale nel periodo 2018-23 a valori costanti, come risultanti dal bilancio relativo all'anno fiscale 2017 (rispettivamente pari ad Euro 59 milioni ed Euro 12,3 milioni).

Nel contesto di riferimento, l'indebitamento rappresentato nel Piano risulta sostenibile. Il Gruppo è in grado di far fronte al rimborso degli interessi ed ha una generazione di cassa progressiva alla scadenza del Prestito Obbligazionario pari a circa Euro 31 milioni, confermando anche in questo caso la sostenibilità del debito. La seguente tabella riepiloga quanto precedentemente esposto.



€/mln	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cassa e Disponibilità Liquide Equivalenti BOP	14,2	17,0	20,6	24,1	27,5	31,0
Free Cash Flow	2,8	3,6	3,5	3,5	3,5	(29,3)
Cassa e disponibilità Liquide Equivalenti EOP	17,0	20,6	24,1	27,5	31,0	1,8
Debito Lordo Consolidato EOP	32,8	32,0	32,0	32,0	32,0	2,0
Posizione Finanziaria Netta EOP	15,8	11	8	4	1	0
Δ PFN	-	4,4	3,5	3,5	3,5	0,7
Flusso di Cassa a Servizio del Debito	3,6	6,5	6,4	6,4	6,4	(22,5)
Financial Interests	(0,8)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(6,8)
PFN/EBITDA	1,3x	0,9x	0,6x	0,4x	0,1x	0,0x
Debito Lordo Consolidato/EBITDA	2,7x	2,6x	2,6x	2,6x	2,6x	0,2x
Interest Coverage	4,6x	2,2x	2,2x	2,2x	2,2x	(3,3x)

Downside scenario – caso 2

In questo secondo “stress case”, gli Amministratori hanno ulteriormente peggiorato le assunzioni sottostanti al caso 1, ipotizzando una progressiva riduzione della marginalità (EBITDA margin), dal 21% registrato nel 2017 al 14% previsto nel 2023, con una progressiva riduzione del margine operativo lordo da Euro 12,3 milioni del 2017 ad Euro 7,9 milioni nel 2023.

Nel contesto specifico, nonostante tale scenario sia rappresentato dagli Amministratori come del tutto improbabile, il Gruppo è in grado di far fronte al ripagamento degli interessi periodici e alla data di scadenza del Prestito Obbligazionario la Posizione Finanziaria Netta risulta pari a Euro 13 milioni, rifinanziabile quindi attraverso un finanziamento bancario di tipo *corporate* – che gli organi amministrativi delle Società ritengono accessibile e sostenibile – considerando un livello di leva poco superiore a 1,5x rispetto all’EBITDA 2023.

€/mln	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cassa e Disponibilità Liquide Equivalenti BOP	14,2	16,0	17,1	18,4	19,9	21,1
Free Cash Flow	1,9	1,1	1,3	1,5	1,3	(31,9)
Cassa e disponibilità Liquide Equivalenti EOP	16,0	17,1	18,4	19,9	21,1	(10,7)
Debito Lordo Consolidato EOP	33,0	32,3	32,3	32,3	32,3	13,0
Posizione Finanziaria Netta EOP	16,9	15	14	12	11	13
Δ PFN	-	1,8	1,3	1,5	1,3	(1,9)
Flusso di Cassa a Servizio del Debito	2,6	4,0	4,2	4,4	4,2	(25,1)
Financial Interests	(0,8)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(6,8)
PFN/EBITDA	1,6x	1,7x	1,5x	1,3x	1,3x	1,6x
Debito Lordo Consolidato/EBITDA	3,1x	3,7x	3,6x	3,5x	3,7x	1,6x
Interest Coverage	3,3x	1,4x	1,4x	1,5x	1,4x	(3,7x)

6. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

6.1. Situazioni Patrimoniali di Fusione

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater*, primo comma, del Codice Civile, gli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base delle già menzionate Situazioni Patrimoniali, ossia una situazione patrimoniale redatta all'uopo alla data del 30 aprile 2018 per la Società Incorporante e il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 per la Società Incorporanda.

Gli Amministratori delle Società riferiscono di essere giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e del loro capitale economico, tenendo altresì conto della natura dell'operazione ed evidenziano inoltre che, ai fini dell'individuazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di CAD IT si è avvalso di un consulente finanziario di comprovata professionalità.

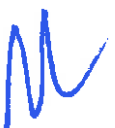
6.2. Descrizione teorica dei criteri di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle loro Relazioni, la valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata secondo principi e metodi utilizzati nella prassi, anche internazionale, per operazioni di analoga tipologia ed entità.

In primo luogo, le Relazioni degli Amministratori riferiscono che è stato seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell'ambito di un'operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società partecipanti all'operazione, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il rapporto di cambio.

In secondo luogo, gli Amministratori affermano che, quanto ai metodi, nell'ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni simili, sono state utilizzate le seguenti metodologie:

- metodo dei risultati attesi ("*income approach*") nella sua variante c.d. "*Discounted Cash Flow*" (DCF) in modalità "*unlevered*", volto a calcolare il valore attuale dei flussi di cassa operativi che si stima CAD IT possa generare in futuro, utilizzando il Piano 2018-2023;
- metodo dei multipli di borsa, basato sull'applicazione ai risultati attesi di CAD IT dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di borsa di selezionate società quotate comparabili;





- metodo dei multipli di transazioni comparabili, basato sull'applicazione ai risultati attesi di CAD IT dei moltiplicatori impliciti risultanti da un panel di transazioni di vendita di aziende comparabili.

Asseverano poi gli Amministratori nelle Relazioni che, come da prassi valutativa, il metodo "Discounted Cash Flow" verrà utilizzato come metodo principale di valutazione (il "Metodo Principale"), mentre i metodi dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili verranno utilizzati come metodo di controllo (il "Metodo di Controllo"), al fine di confermare le risultanze emerse con il Metodo Principale. Tali metodi vengono precisati dagli Amministratori nelle Relazioni degli Amministratori nei termini che seguono.

Metodo finanziario - "Discounted Cash Flow" (Metodo Principale)

Il metodo finanziario pone enfasi sulla capacità di generazione di valore poiché:

- considera il flusso di cassa come determinante del valore aziendale, superando i limiti connessi ai risultati contabili; e
- permette di stimare la dinamica del capitale circolante e degli investimenti in attività fisse come effetto degli andamenti economici e delle prospettive dell'azienda, rispetto alle voci contabili che rappresentano, invece, un attivo netto di natura contabile legato ad andamenti storici e poco adatto ad essere interpretato come misura di performance aziendale, anche con valenza prospettica.

Secondo questa metodologia, il valore del capitale economico di un'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa genererà in futuro, al netto della posizione finanziaria netta alla data di valutazione.

L'espressione matematica è la seguente:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n F(t) (1 + WACC)^{-t} + F(n) (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:

W	Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione
F(t)	Flussi finanziari operativi nel periodo di proiezione esplicita
F(n)	Valore terminale
WACC	Costo medio ponderato del capitale investito
SA	Valore dei beni non strumentali (<i>surplus assets</i>)
L	Posizione finanziaria netta alla data di riferimento

n Periodo di proiezione esplicita

L'arco di tempo n da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi finanziari operativi dovrebbe essere definito (pur considerando, al tempo stesso, la difficoltà nel prevedere con ragionevole certezza eventi che si realizzeranno in un futuro lontano) in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno "stato di equilibrio".

I flussi di cassa disponibili, nella loro formulazione "*unlevered*", rappresentano le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ovvero gli azionisti ed i finanziatori. La determinazione dei flussi di cassa disponibili per l'azienda, calcolati prima degli oneri finanziari, è riassunta nel prospetto di seguito riportato.

Reddito operativo (EBIT)

(-) Imposte figurative sul reddito operativo

(=) Reddito operativo al netto della fiscalità figurativa (NOPLAT)

(+) Ammortamenti

(+/-) Altre partite non monetarie

(=) Flusso di circolante della gestione corrente (*Gross cash flow*)

(+/-) Variazione del capitale circolante

(+/-) Disinvestimenti/investimenti in immobilizzazioni (*Capex*)

(+/-) Variazione nelle altre attività operative nette

(=) Flusso di cassa operativo netto F(t) (*Unlevered free cash flow*)

Il valore residuo (terminale), ove applicabile, rappresenta il valore dell'azienda al termine dell'orizzonte di previsione. La stima del valore terminale può essere effettuata attraverso l'attualizzazione in perpetuità del flusso di cassa normalizzato, ossia di quel flusso di cassa teorico che l'azienda potrebbe ragionevolmente generare a tempo indeterminato.

Il valore "operativo" della società (*Enterprise Value*), pari alla somma del valore attuale dei flussi finanziari *unlevered* F(t) generati dall'azienda nel periodo di proiezione esplicita e del valore residuo F(n) attualizzato, non comprende, per definizione, il valore delle attività accessorie non strumentali (*surplus assets*), la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente per la futura attività economica dell'impresa. Tali elementi, pertanto, devono essere valutati separatamente e sommati all'*Enterprise Value*.





Ai fini della determinazione del valore del capitale economico della società (*Equity Value*), è infine necessario aggiungere o sottrarre al valore del capitale investito l'ammontare della posizione finanziaria netta della società alla data di riferimento della valutazione.

Il tasso di attualizzazione utilizzato nel metodo finanziario nella sua formulazione "unlevered" è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*). Quest'ultimo è pari alla media ponderata del costo netto del capitale di debito e del costo dei mezzi propri.

Il WACC rappresenta il rendimento minimo richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda. I flussi di cassa disponibili costituiscono, infatti, la fonte di liquidità per la remunerazione sia del capitale di debito che del capitale di rischio. Il WACC è determinato, secondo la prassi professionale e la principale dottrina, come segue:

$$\text{WACC} = w_e i_e + w_d i_d (1 - t)$$

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 applicabile agli oneri finanziari

Il costo del capitale proprio (i_e) è comunemente definito come il rendimento atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata. Ai fini della determinazione di i_e , uno dei metodi più accreditati dalla dottrina e dalla prassi professionale è il CAPM – *Capital Asset Pricing Model*, che consiste nello stimare il costo opportunità del capitale proprio come somma fra il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (r_f) ed un premio per il rischio individuato come sotto:

$$i_e = r_f + \beta \times \text{MRP} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rendimento delle attività prive di rischio (*risk free rate*);

r_m rendimento medio degli investimenti in capitale di rischio;

MRP premio per il rischio di mercato (*market risk premium*);

β coefficiente "Beta" relativo al rischio "non eliminabile" (*systematic risk*).

Metodo dei multipli di borsa (Metodo di Controllo)

Il metodo in oggetto valuta l'azienda con riferimento alle quotazioni di borsa di aziende operanti nello stesso settore oppure a valori di mercato rilevabili attraverso l'analisi di operazioni di compravendita azionaria o altre operazioni di finanza straordinaria relative ad aziende comparabili.

Obiettivo di tale metodologia è il confronto fra l'azienda da valutare ed aziende comparabili dello stesso settore, cercando di stabilire, in rapporto al grado di comparabilità dell'azienda valutata con il campione di riferimento, parametri ragionevolmente utilizzabili per la società oggetto di valutazione.

A tal fine, il prezzo pagato per il trasferimento di partecipazioni e/o il prezzo di borsa delle azioni delle società comparabili (capitalizzazione di borsa) vengono rapportati a grandezze significative dell'attività dell'azienda, ottenendo un ambito di indicatori da applicare a tali grandezze. In genere, gli indicatori più frequentemente applicati sono i rapporti *Enterprise Value/fatturato*, *Enterprise Value/EBITDA*, *Enterprise Value/reddito operativo*, *Price/Earnings*.

Metodo dei multipli di transazioni comparabili (Metodo di Controllo)

Il metodo in oggetto consiste in una valutazione basata sull'applicazione di multipli EV/EBITDA risultanti dall'analisi di una selezione di transazioni comparabili avvenute nel settore software, con particolare riferimento ad aziende che offrono i propri prodotti al segmento "*financial institutions*".

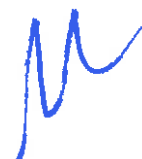
Nell'applicazione del metodo si terrà in considerazione che i multipli emergenti dalle transazioni considerate riflettono implicitamente le sinergie industriali individuate dagli operatori e valorizzate nei *deal value* corrisposti.

6.3. Risultati delle valutazioni effettuate dagli Amministratori

Gli Amministratori affermano che al fine di stimare il valore economico di CAD IT si è proceduto a calcolare i flussi finanziari "*unlevered*" (Free Cash Flow operativi) per il periodo di proiezione esplicita e per il periodo successivo (*perpetuity*).

Inoltre, dalle Relazioni emerge che:

- i flussi di cassa generati dalla gestione operativa del Gruppo sono stati costruiti sulla base del Piano 2018-2023, ed attualizzati utilizzando il tasso WACC, così come in precedenza definito, pari a 9,4%;
- il *Terminal Value* è stato stimato ipotizzando un *growth rate* dello 1,5%, per riflettere in modo prudentiale la crescita prevista del settore di riferimento e del business del Gruppo, in accordo con le assunzioni ipotizzate dal management;
- per la stima del *Terminal Value* si è assunta un'ipotesi *steady state*, ovvero ipotizzando una situazione di equilibrio di risultati stabilizzati e continuativi nel tempo, dove i flussi di cassa nel periodo successivo a quello di previsione esplicita sono incentrati sulla capacità al 2023 di reddito



di CAD IT e non si prevedono ulteriori investimenti a sostentamento del capitale circolante netto e dei fondi di stato patrimoniale;

- la sommatoria del valore attuale, al 31 dicembre 2017 (la “Data di Riferimento”), dei flussi di cassa disponibili previsti nel Piano 2018-2023 e del valore terminale (attualizzati utilizzando il costo medio ponderato del capitale WACC in precedenza individuato) definisce il cosiddetto *Enterprise Value* (o valore operativo), ossia il valore attribuibile a CAD IT al lordo della posizione finanziaria. Il valore dell’*Enterprise Value* così determinato è di Euro 129.342 migliaia.

Successivamente, gli Amministratori riferiscono che:

- sulla base della situazione patrimoniale alla Data di Riferimento, risulta una posizione finanziaria netta totale attribuibile a CAD IT pari ad Euro 792 migliaia, costituita da:
 - cassa ed altre attività equivalenti: Euro 14.240 migliaia;
 - debiti verso le banche a breve termine: Euro 3.948 migliaia;
 - finanziamenti a medio lungo termine: Euro 1.663 migliaia;
 - fondo TFR: Euro 7.837 migliaia, in linea con la sua valutazione attuariale definita in base al principio contabile internazionale IAS 19;
- la somma algebrica dell’*Enterprise Value* e della posizione finanziaria netta determinano il valore economico del Gruppo (*Equity Value*) pari ad un importo di Euro 130.134 migliaia che diviso per numero delle azioni CAD IT in circolazione, pari a 8.980.000, porta ad un valore per azione di Euro 14,49;
- la valutazione di Quarantacinque è stata poi effettuata in funzione della partecipazione detenuta in CAD IT ipotizzando l’attribuzione di un premio di maggioranza del 5% e considerando esclusivamente il Prestito Obbligazionario emesso dalla stessa nella misura di Euro 30.000 migliaia.

Dalle Relazioni risulta altresì che il Metodo Principale ha determinato dei valori economici riferiti alle due società che hanno portato all’individuazione di un rapporto di concambio pari a n. 2,15682889 azioni di Quarantacinque da assegnare per ogni azione di CAD IT oggetto di concambio.

Per quanto attiene invece al Metodo di Controllo, gli Amministratori riferiscono che:

- i multipli di borsa hanno definito dei valori economici riferiti alle due Società che hanno portato all’individuazione di un rapporto di concambio pari a 2,11-2,22 azioni di Quarantacinque da assegnare per ogni azione di CAD IT oggetto di concambio;
- i multipli delle transazioni comparabili hanno definito dei valori economici riferibili alle due Società che hanno portato all’individuazione di un rapporto di concambio compreso in un intervallo di 2,09-2,20 azioni di Quarantacinque da assegnare per ogni azione di CAD IT oggetto di concambio.



7. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Gli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione riferiscono che le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari previsionali derivanti dal Piano 2018-2023, ma che tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza. Inoltre, essi ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo e regolamentare, non tenendo in considerazione eventi di natura straordinaria attualmente non prevedibili, quali il modificarsi delle condizioni economico-finanziarie, politiche o di mercato: pertanto, eventuali evoluzioni delle sopracitate condizioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati attesi.

In particolare nelle Relazioni si segnalano i seguenti elementi di incertezza, che sono stati apprezzati nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività:

- le Società Partecipanti alla Fusione operano in un settore caratterizzato da elevate opportunità, ma anche da significativi elementi di rischio, legati principalmente all'andamento macro economico in generale;
- CAD IT risulta al momento focalizzata sul territorio nazionale, anche se le acquisizioni effettuate e quelle prospettate porteranno ad un maggior livello di diversificazione geografica;
- parte della redditività è legata ai cambiamenti normativi ed al relativo business specifico, i quali richiedono l'elaborazione di nuovi software e piattaforme per i clienti: la mancanza di cambiamenti normativi potrebbe avere un effetto negativo sul business;
- evoluzione dei crediti commerciali, con progressivo efficientamento della gestione degli stessi anche attraverso il ricorso al factoring.

8. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

Dalle Relazioni si evince che il Consiglio di Amministrazione di CAD IT e l'Amministratore Unico di Quarantacinque sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e del loro capitale economico, tenendo altresì conto della natura dell'operazione e che, ai fini dell'individuazione del Rapporto di Cambio, l'Organo Amministrativo di CAD IT si è avvalso di un consulente finanziario di comprovata professionalità.

In data 29 maggio 2018, gli Organi Amministrativi di CAD IT e di Quarantacinque hanno approvato il Rapporto di Cambio tra azioni ordinarie Quarantacinque e azioni ordinarie CAD IT in base al quale si procederà alla assegnazione delle azioni della Società Incorporante.

Detto rapporto è stato determinato dagli Amministratori, anche sulla base delle valutazioni espresse dall'*Advisor*, nella misura di:

2,15682889 azioni ordinarie della Società Incorporante prive di valore nominale,



per ogni azione della Società Incorporanda del valore nominale di Euro 0,52

Non sono previsti conguagli in denaro.

9. LAVORO SVOLTO

9.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Per le finalità proprie del nostro incarico, abbiamo svolto una lettura critica delle Relazioni degli Organi Amministrativi, nonché dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione messa a nostra disposizione.

Come indicato in precedenza, gli Amministratori di Quarantacinque e CAD IT hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base delle Situazioni Patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione, ossia:

- per la Società Incorporante, la situazione patrimoniale redatta in conformità ai Principi Contabili Nazionali OIC alla data del 30 aprile 2018 e approvata dall'Amministratore Unico della Società Incorporante in data 29 maggio 2018, non sottoposta a revisione contabile;
- per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-*quater*, secondo comma, del Codice Civile, il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 redatto in accordo coi Principi Contabili Internazionali IFRS, approvato dall'assemblea dei soci in data 27 aprile 2018 e sottoposto a revisione contabile.

A tal riguardo si segnala che sono state svolte circoscritte analisi ed interlocuzioni con le Direzioni di Quarantacinque e CAD IT in merito al contenuto delle Situazioni Patrimoniali, senza però interfacciarsi con le società di revisione delle Società Partecipanti alla Fusione, ossia BDO Italia SpA per la Società Incorporante e PKF Italia SpA per la Società Incorporanda.

Le sopra menzionate attività sulle Situazione Patrimoniali sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di Quarantacinque e CAD IT, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali, al fine di analizzare eventuali effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Secondo quanto confermatoci dalle Direzioni, alla data della presente relazione non si sono verificati eventi o circostanze tali da rendere necessari aggiustamenti o rettifiche alle informazioni utilizzate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio.

Fermi restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale e tenuto conto di quanto riflesso nella relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo 2501-*bis*, quinto comma,

del Codice Civile, abbiamo inoltre discusso il Piano con l'Advisor e con l'Amministratore Delegato di CAD IT.

9.2. Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, abbiamo inoltre svolto le seguenti attività:

- esaminato il documento di offerta datato 9 marzo 2018 predisposto da Quarantacinque relativo all'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria, ai sensi degli articoli 102 e 106 comma 4 del TUF, nonché i relativi allegati;
- discusso con le Direzioni delle Società e con l'Advisor il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde analizzarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- analizzato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità delle Società coinvolte nella Fusione;
- approfondito e discusso le motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- testato nell'ambito dell'analisi numerica della Valutazione elaborata dall'Advisor, tra gli altri, la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio a partire dai valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione, nonché la sostanziale correttezza matematica dei procedimenti attualizzativi di calcolo riflessi nell'applicazione del Metodo Principale;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di Quarantacinque e di CAD IT, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti.

9.3. Lavoro svolto con riferimento all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione

Sotto un diverso profilo, in aggiunta al lavoro svolto sopra illustrato per quanto rilevante ai fini dell'attestazione di cui all'art. 2501-bis, quarto comma, del Codice Civile, abbiamo svolto le seguenti attività con riferimento alle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione,

tenendo altresì conto di quanto riflesso nella relazione della società di revisione di Quarantacinque ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quinto comma, del Codice Civile:

- discusso con le Direzioni delle Società le considerazioni dalle stesse svolte al fine di identificare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- considerato le caratteristiche dell'indebitamento complessivo in capo alla Società Risultante dalla Fusione all'esito della prospettata Fusione;
- esaminato la documentazione relativa al Prestito Obbligazionario ed analizzato i suoi riflessi economico-finanziari così come riportati all'interno del Piano;
- esaminato il contenuto del verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di CAD IT in data 29 maggio 2018 e della comunicazione dell'11 giugno 2018 di un Amministratore Indipendente.

10. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO, NONCHÉ SULLA RAGIONEVOLEZZA DELLE INDICAZIONI CONTENUTE NEL PROGETTO DI FUSIONE IN ORDINE ALLE RISORSE FINANZIARIE PREVISTE PER IL SODDISAFIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE

10.1 Premessa

Come anticipato, in data 19 febbraio 2018 Quarantacinque ha promosso l'Offerta, ai sensi degli artt. 102, comma 1, e 106, comma 4, del TUF, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di CAD IT a tale data non già detenute da Quarantacinque e, pertanto, n. 7.701.804 azioni della Società Incorporanda, rappresentanti l'85,766% circa del capitale sociale di CAD IT, ad un corrispettivo pari ad Euro 5,30 per ciascuna azione di CAD IT apportata in adesione.

Secondo quanto riportato nel documento d'offerta, detto corrispettivo è stato determinato da Quarantacinque attraverso una valutazione condotta autonomamente e anche tenendo conto: (i) del prezzo di quotazione del titolo di CAD IT nel giorno di borsa aperta antecedente la data di annuncio; (ii) il profilo di limitata liquidità del titolo dell'Emittente in termini di scambi effettuati sul mercato di borsa; (iii) il prezzo medio ponderato giornaliero delle azioni, sulla base del prezzo ufficiale, relativo ai 12 mesi antecedenti la data di annuncio; (iv) i premi impliciti nel corrispettivo rispetto al valore minimo e al valore massimo dei prezzi ufficiali delle azioni dell'Emittente negli ultimi 5 anni antecedenti la data di annuncio; (v) l'andamento dei prezzi storici dell'Emittente rispetto all'indice di borsa FTSE Italia All Share e all'indice FTSE Italia STAR.



Nell'ambito della Fusione, gli Amministratori di Quarantacinque e di CAD IT hanno viceversa adottato un approccio valutativo del tutto differente rispetto a quello adottato in sede di Offerta.

Le Società Partecipanti alla Fusione sono infatti state valutate, sia dall'Amministratore Unico della Società Incorporante sia dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda, ricorrendo ad una pluralità di metodi (il metodo DCF come metodo principale e i metodi dei multipli di mercato e dei multipli di transazioni comparabili come metodo di controllo), senza tuttavia fare alcun riferimento al criterio dei prezzi di borsa posto alla base, solo alcune settimane prima, della determinazione del corrispettivo dell'Offerta.

Dall'utilizzo di tali diversi e ulteriori criteri, gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione hanno individuato in Euro 14,49 il valore unitario dell'azione CAD IT.

Occorre ricordare che, come sancito anche dalla giurisprudenza che si è occupata di tale tipologia di operazioni, nelle fusioni tra soggetti non indipendenti le valutazioni svolte dagli Amministratori assolvono a una funzione di garanzia societaria, in quanto il rapporto di cambio deve assicurare, in particolare nell'ottica degli azionisti di minoranza dell'incorporanda, che non vi sia trasferimento di ricchezza.

Occorre allora evidenziare che, proprio nella richiamata prospettiva di tutela degli azionisti di minoranza della Società Incorporanda, tanto maggiore risulta essere il valore attribuito alle azioni di CAD IT, tanto maggiore risulterà la quota di azioni della società post fusione assegnata agli attuali azionisti di Quarantacinque, (i) essendo la partecipazione in CAD IT l'unico *asset* della Società Incorporante e (ii) sussistendo all'interno della stessa Quarantacinque il Prestito Obbligazionario emesso al fine di far fronte alle spese e ai costi connessi all'Offerta.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Quarantacinque e di CAD IT per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dell'unico *Advisor*, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza o meno, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Quarantacinque e di CAD IT per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro applicazione.

10.2 Commenti in ordine alla determinazione da parte degli Amministratori del Rapporto di Cambio all'esito dell'applicazione delle metodologie valutative principale e di controllo prescelte

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori, attraverso il ricorso ad una pluralità di metodi, risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale. La valutazione del capitale economico di Quarantacinque e di CAD IT è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando metodi comunemente accettati e condivisi dalla prassi professionale. In particolare, gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle società oggetto di valutazione, un metodo principale (DCF) e un metodo di controllo (il metodo dei multipli, nella duplice variante dei multipli di borsa e dei multipli di transazioni comparabili). La scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici, sia criteri di mercato, appare in linea con la dottrina.



I metodi di tipo analitico e quelli di mercato in effetti risultano quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali. Entrambi gli approcci sono dunque riscontrabili nella prassi valutativa, sebbene il primo si presti maggiormente a riflettere l'influenza della struttura finanziaria tipica di un'operazione di *leveraged buy-out* sugli esiti di una valutazione. Tuttavia gli Amministratori, pur avendo adottato una pluralità di metodologie, non hanno a nostro parere tenuto nel dovuto conto le specificità della presente operazione, come di seguito riportato.

- L'utilizzo della metodologia DCF, scelta da parte degli Amministratori quale metodologia principale, sarebbe in linea con la prassi e la tecnica professionale. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Il metodo DCF è stato sviluppato dagli Amministratori nella versione "*unlevered*", determinando l'*Enterprise Value* delle Società Partecipanti alla Fusione attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si stima le Società possano generare in futuro, utilizzando come riferimento il Piano 2018-2023 (che, come anticipato, è stato sviluppato internamente dal *management*, ma non formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione di CAD IT). A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi gli Organi Amministrativi vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto, mentre non risultano esposti, neppure in sintesi, i razionali seguiti per la sua concreta applicazione. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo, da noi analizzate anche sulla base della documentazione di supporto messa a disposizione dall'*Advisor*, non risultano a nostro parere adeguate, nelle circostanze, da un punto di vista tecnico, per i motivi di seguito esposti.

Al riguardo, è opportuno puntualizzare che, nei casi specifici di fusione per incorporazione nell'ambito di operazioni di *leveraged buy-out*, secondo i Principi Italiani di Valutazione ("PIV") le metodologie prescelte devono tendere alla valutazione non già di due entità differenti, bensì della medesima entità caratterizzata da strutture finanziarie diverse.

In tale fattispecie, pertanto, la *best practice* suggerisce l'utilizzo di criteri di stima per la società incorporante e la società *target* omogenei, ma sensibili alla diversa struttura finanziaria utilizzata ai fini della determinazione dei valori economici delle società. La finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori avrebbe dovuto di fatto consistere in stime di un valore economico di CAD IT, che riflettessero quale elemento differenziale il diverso livello di indebitamento caratterizzante detta società successivamente alla incorporazione in Quarantacinque. Tuttavia, nella fattispecie, gli Amministratori non hanno a nostro parere utilizzato parametri di valutazione adeguatamente differenziati in relazione alle due Società, tali da consentire un congruo apprezzamento delle rispettive specificità. In particolare, l'approccio valutativo adottato non è apparso pienamente in linea con le indicazioni dei PIV circa l'utilizzo di una differente struttura finanziaria ai fini della valorizzazione del capitale economico della Società Incorporante e della Società Incorporanda. In proposito, a nostro giudizio, gli Amministratori avrebbero dovuto utilizzare, quantomeno, tassi di attualizzazione differenziati al fine di tenere conto dell'aumento del grado di rischio correlato alla condivisione da parte della Società Incorporata, al perfezionamento dell'operazione di Fusione, dei debiti finanziari della Società Incorporante connessi all'effettuazione dell'Offerta.

Sotto un ulteriore profilo, sempre con riguardo alle modalità applicative della metodologia DCF, a nostro parere gli Amministratori non hanno tenuto debitamente in considerazione il valore attribuibile alle *minorities* ai fini della determinazione dell'*equity value* di CAD IT, che nelle circostanze avrebbe dovuto essere rettificato del valore delle stesse determinato, secondo la migliore prassi valutativa, sulla base del relativo *fair value*.

Né, in termini più generali, appaiono irrilevanti con riferimento all'applicazione del criterio DCF gli elementi, anche di incertezza, rappresentati al successivo par. 10.4, cui si rinvia, in ordine al Piano 2018-2023 posto dagli Organi Amministrativi alla base dello sviluppo di tale metodologia.

- Come noto, la metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di dette società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione, al fine di determinarne il valore.

Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori di entrambe le Società quale metodo di controllo, risulta comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale.

Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo EV/EBITDA: anche in questo caso, le Relazioni degli Amministratori non ne evidenziano peraltro i dettagli applicativi, limitandosi a descrivere alcuni fondamenti teorici della metodologia.

Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione, nelle circostanze, di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dall'*Advisor*, non appaiono tuttavia pienamente ragionevoli, né in linea con la migliore dottrina: ciò appare in particolar modo evidente, a nostro parere, con riferimento all'individuazione del *panel dei comparables*, che riflettono multipli che evidenziano, da un punto di vista statistico, un accentuato livello di dispersione e che in alcuni casi sono basati, tra l'altro, su società che hanno perfezionato operazioni straordinarie in corso d'anno, con conseguenti impatti sugli EBITDA impiegati nei procedimenti di calcolo, impatti non esattamente quantificabili sulla base della informativa pubblicamente disponibile.

Si ricorda peraltro che, nell'ambito dell'Offerta, gli amministratori indipendenti di CAD IT si sono avvalsi di un proprio consulente, il Prof. Giovanni Battista Alberti, il quale ha in particolare sviluppato il metodo dei multipli di mercato ed ha indicato il possibile valore dell'azione CAD IT, sulla base di tale metodo applicato a valori prospettici di EBITDA e considerando un *panel di comparables* sostanzialmente differente rispetto a quello indicato dall'*Advisor*, in Euro 5,87.

- Gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione hanno altresì utilizzato, sempre con finalità di controllo, anche la metodologia delle operazioni precedenti comparabili, che determina il valore di una società sulla base delle valutazioni espresse in occasione di transazioni precedenti comparabili all'operazione in esame, in termini di profilo di *business* ed economico-finanziario della società oggetto di valutazione e di struttura dell'operazione. Così come nell'applicazione dei multipli di borsa, anche in questo caso gli Amministratori hanno fatto riferimento al multiplo EV/EBITDA.

Una significativa porzione delle transazioni considerata nell'ambito della applicazione della metodologia in parola è relativa ad operazioni che vedono come compratori dei player industriali che possono presumibilmente beneficiare di sinergie a livello operativo superiori a quelli ottenibili da un acquirente finanziario puro, quale può essere considerato Quarantacinque. Infatti, è opportuno segnalare che, da un punto di vista teorico, a fronte di maggiori benefici economici attesi, è ragionevole attendersi dei multipli più elevati. Inoltre, è appropriato considerare che nell'ambito della Fusione non muta il soggetto economico che detiene il controllo di CAD IT, mentre i multipli di transazione tendono a riflettere anche il valore del passaggio del controllo da un'entità all'altra.

- Sotto un ulteriore profilo, nelle loro Relazioni gli Amministratori riferiscono che *“la valutazione di Quarantacinque è stata effettuata in funzione della partecipazione detenuta in Cad It ipotizzando l'attribuzione di un premio di maggioranza del 5% e considerando il Prestito Obbligazionario emesso dalla stessa”*.

L'applicazione di un premio di maggioranza alla partecipazione del 66,3% detenuta da Quarantacinque in CAD IT e la sua quantificazione non sono oggetto di specifiche motivazioni da parte degli Amministratori, il che non ci consente di apprezzare dette scelte in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà. Peraltro, alla luce delle verifiche da noi autonomamente condotte, occorre sottolineare che tali scelte non risultano coerenti né con la prassi da noi riscontrata circa le valutazioni nell'ambito di fusioni, né con le indicazioni rinvenibili nella migliore dottrina e nei PIV, secondo cui *“nelle valutazioni a fini di determinazione del rapporto di concambio l'unità di valutazione è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società coinvolte nella fusione”* e *“non rileva ai fini del rapporto di cambio come è distribuito il capitale delle due entità”* (cfr. pag. 310).

Anche sotto questo profilo, in definitiva, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, a nostro parere, non specificamente motivate e, dunque, prive dei necessari requisiti di non arbitrarietà e ragionevolezza.

10.3 Considerazioni in ordine all'esclusione della metodologia delle quotazioni di borsa

Nell'ambito del complessivo approccio valutativo prescelto, gli Amministratori non hanno preso in considerazione l'andamento dei prezzi di borsa delle azioni CAD IT, che era stato viceversa posto a base della valutazione effettuata per determinare il corrispettivo dell'Offerta, né hanno ritenuto di fornire specifiche motivazioni, nell'ambito delle rispettive relazioni, in ordine a tale scelta.

A nostro parere, l'assenza di motivazioni fornite dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni con riguardo alla totale esclusione della metodologia delle quotazioni di borsa nel caso di specie non consente di apprezzare positivamente, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, l'approccio valutativo prescelto dagli Amministratori medesimi.

Tutto ciò, alla luce dell'insieme degli elementi nel seguito indicati.

Le quotazioni di borsa rappresentano normalmente un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della



società. In effetti, il riferimento ai corsi di borsa è comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale ed è costantemente utilizzato nella prassi professionale, ove si tratti di società con azioni quotate in mercati regolamentati.

Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, peraltro, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo e del mercato.

Tuttavia, secondo quanto affermato nei Principi Italiani di Valutazione, *“la capitalizzazione di borsa (= quotazione del titolo azionario x numero di titoli in circolazione) di una società dovrebbe di norma costituire la migliore approssimazione del valore dell’azienda “as is”. Pertanto l’esperto deve sempre motivare le ragioni per le quali, ricorrendo tali condizioni, i prezzi di borsa non vengano assunti quale fondamentale indicazione del valore che esso è chiamato a stimare, ovvero effettuare una riconciliazione fra il valore stimato ed il valore di borsa”* (cfr. pag. 168).

Tale riconciliazione tra il valore della capitalizzazione di borsa di CAD IT e il valore riveniente dall’applicazione delle metodologie fondamentali prescelte dagli Amministratori non è rinvenibile né nelle Relazioni, né nella Valutazione dell’Advisor. Essa appariva peraltro tanto più necessaria nel caso di specie, in cui il valore della capitalizzazione di borsa di CAD IT risulta così significativamente disallineata rispetto alle valorizzazioni rivenienti dall’applicazione delle altre metodologie prescelte. L’assenza di un adeguato apparato informativo sul punto nelle Relazioni, oltre che nell’ambito della relazione dell’Advisor (che peraltro si richiama proprio ai PIV per la determinazione della configurazione di valore utilizzata per la stima), non appare idonea a supportare la scelta valutativa degli Amministratori.

Gli Amministratori, nell’ambito delle loro Relazioni, riferiscono che *“è stato seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell’ambito di un’operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società partecipanti alla fusione, quanto piuttosto all’ottenimento attraverso l’applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il rapporto di cambio”*. Da tale affermazione, potrebbe in ipotesi essere dedotto che la scelta del mancato utilizzo della metodologia di borsa è dipesa dalla natura di società non quotata di Quarantacinque, che non avrebbe consentito l’utilizzo di detta metodologia per entrambe la Società. Tuttavia, anche tale prospettazione non parrebbe comunque in linea con le indicazioni provenienti dai PIV, secondo cui *“le valutazioni a fini di fusione devono determinare il congruo rapporto di concambio fra le azioni delle società oggetto di fusione. Tali valutazioni non si possono fondare su criteri meramente comparativi (o relativi), ma devono sempre giungere alla valutazione (assoluta) separata delle due entità”*: in questo contesto, se è vero che è importante che le stime ai fini della determinazione del rapporto di cambio siano composte con criteri omogenei, è altrettanto vero che *“omogeneità non significa necessariamente eguali criteri di valutazione”* (cfr. pag. 309).

Tali principi sono poi ulteriormente affermati dai PIV con specifico riferimento alle fusioni fra soggetti non indipendenti, quale è quella di specie in ragione del rapporto di controllo sussistente tra Quarantacinque e CAD IT. Secondo i PIV, infatti, *“anche nelle fusioni fra soggetti non indipendenti, non rileva solo il valore intrinseco, ma anche il valore di mercato dei titoli che compongono il capitale. Non dovrebbe accadere per esempio che [...] nel caso in cui una società è quotata e l’altra non lo è il rapporto di cambio possa prescindere dalla quotazione del titolo di una società. In*

quest'ultimo caso è necessario stimare il valore di mercato del titolo della società non quotata e confrontarlo con il prezzo di mercato della società quotata" (cfr. pagg. 310-311).

Le considerazioni appena svolte trovano inoltre pieno riscontro nelle pronunce giurisprudenziali che hanno avuto modo di occuparsi specificamente di valutazioni di fusione tra soggetti non indipendenti, che risultano tanto più delicate per l'ovvia considerazione che la valutazione assolve a funzioni di garanzia societaria e di tutela delle minoranze azionarie (cfr. *supra*, par. 10.1).

Alla luce di quanto sopra, le scelte metodologiche adottate dagli Amministratori, anche in assenza di specifiche motivazioni in ordine alla decisione di non considerare, neppure parzialmente, i valori rivenienti dalla capitalizzazione di borsa per la valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, non appaiono idonee, ai fini del presente parere di congruità, ad essere apprezzate in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà.

10.4 Considerazioni in ordine alla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione

Sotto un diverso profilo, abbiamo esaminato le indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione. Dette indicazioni sono ricavate dal Piano 2018-2023 predisposto dal *management* di CAD IT, che tuttavia non risulta essere stato formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione della medesima Società Incorporanda.

Al riguardo, si ritiene che l'assunzione delle responsabilità relative alla informativa finanziaria prospettata da parte dell'organo di gestione della società costituisca elemento imprescindibile ai fini dell'espressione dell'attestazione specificamente richiesta all'esperto ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile ed oggetto, tra l'altro, della presente relazione.

Tale elemento risulta nelle circostanze tanto più imprescindibile in relazione ai seguenti elementi di incertezza:

- (i) nel *downside scenario* – caso 2, richiamato nel precedente par. 5, alla data di scadenza del Prestito Obbligazionario la Posizione Finanziaria Netta della Società Risultante dalla Fusione risulterebbe pari a Euro 13 milioni, importo che sulla base del Piano 2018-2023 sarebbe rifinanziabile attraverso un finanziamento bancario che i redattori del piano ritengono accessibile e sostenibile. La possibilità di rifinanziamento del debito residuo al termine del Piano, vale a dire nel 2023, risulterà, in tale scenario, strettamente connessa alle condizioni di mercato che saranno presenti a tale data e che ad oggi non sono preventivabili;
- (ii) il Piano 2018-2023 utilizzato riflette non solo l'acquisizione della società spagnola DPI, avvenuta nell'aprile 2018, ma anche l'acquisizione di SFB, allo stato posseduta al 30% dall'aprile 2016, in relazione alla quale il Piano 2018-2023 assume l'esercizio di una opzione *call* al fine di raggiungere il 100% nel corso del terzo trimestre 2018. Sulla base degli elementi ad oggi a disposizione, ed in assenza della già richiamata approvazione del Piano 2018-2023 da parte del Consiglio di Amministrazione di CAD IT, permangono incertezze in relazione (i) alla sussistenza del presupposto per l'inserimento di tale assunzione nel piano, nonché (ii) alla puntuale quantificazione degli effetti sull'informativa economico-finanziaria prospettata del mancato verificarsi di detta

- assunzione;
- (iii) in data 11 giugno 2018 è stata trasmessa a CAD IT, nonché tra l'altro alla società scrivente, una comunicazione di un amministratore indipendente di CAD IT con la quale viene richiesta la predisposizione di ulteriori analisi e verifiche con riferimento al Piano 2018-2023, in rapporto (a) ad altri documenti previsionali anche recentemente predisposti dalla Società Incorporanda ad altri fini, nonché (b) con i dati consuntivati a fine maggio 2018. Detto amministratore indipendente ha altresì richiesto che dette informazioni integrative siano discusse in apposita riunione consiliare e tempestivamente messe a disposizione dell'Esperto ai fini dell'espressione del presente parere. Alla data di emissione del presente parere, tali informazioni non sono ancora state messe a nostra disposizione;
- (iv) le Società Partecipanti alla Fusione non ci hanno fornito, come invece previsto dai principi di riferimento applicabili, le specifiche ed espresse attestazioni da noi richieste già precedentemente richiamate al par. 4.

Gli elementi sopra sintetizzati non ci consentono di esprimere le nostre conclusioni in ordine alla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione, così come rappresentato nelle nostre conclusioni di cui al successivo par. 12.

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

- i) In merito ai limiti e alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
- Le valutazioni effettuate dagli Amministratori, con riguardo alla metodologia DCF, si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano 2018-2023. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
 - Le valutazioni basate su metodi che utilizzano parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato e di transazioni comparabili, 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 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. In aggiunta, CAD IT presenta profili di *business* ed economico-finanziari che la rendono non perfettamente confrontabile con l'intero *panel* di società quotate adottate come comparabili dall'*Advisor*.

- CAD IT opera nel settore dei *software* applicativi destinati alla gestione di processi aziendali, che è caratterizzato da interessanti opportunità di crescita, ma anche da peculiari elementi di rischio. Inoltre, gli oneri connessi con l'ammontare di indebitamento assunto quale conseguenza della Fusione limiteranno rispetto al passato la flessibilità nella gestione della tesoreria. Gli elementi sopra esposti costituiscono un'oggettiva difficoltà nell'esame dell'approccio valutativo seguito dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.
 - Come già indicato al precedente par. 4, le Società Partecipanti alla Fusione non ci hanno fornito le specifiche ed espresse attestazioni da noi richieste ai sensi dei principi di riferimento applicabili.
- ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:
- Le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi prescelti. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione dagli Amministratori e dall'*Advisor* nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4.
 - Si segnala che agli azionisti di CAD IT è stato riconosciuto dagli Amministratori il diritto di recesso, in ragione della sussistenza di una fattispecie rientrante tra quelle previste dall'art. 2437, comma 1, lettera g), e dell'art. 2437-*quinquies* del Codice Civile. Pertanto, resta ferma la possibilità per gli azionisti di CAD IT, qualora non intendessero partecipare alla Fusione e ricevere in concambio azioni di Quarantacinque sulla base del Rapporto di Cambio, di ottenere la liquidazione in denaro della loro partecipazione in CAD IT sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni CAD IT nei sei mesi che precedono la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, ai sensi dell'art. 2437-*ter*, terzo comma, del Codice Civile. Sulla base di tale criterio, gli Amministratori di CAD IT riferiscono di avere fissato il valore di liquidazione delle azioni della Società Incorporanda ai fini del recesso come pari a Euro 4,84.
 - Gli Amministratori riferiscono che la Fusione costituisce per CAD IT un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione ha approvato l'operazione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC sull'interesse di CAD IT al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni. Detto parere è stato emesso in data 29 maggio 2018 dal Comitato OPC di CAD IT, il quale non ha ritenuto di farsi assistere da un proprio *advisor* nell'ambito delle valutazioni di propria



competenza. In data 4 giugno 2018 CAD IT ha provveduto a pubblicare il relativo Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo del parere del Comitato Controllo e Rischi. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse di CAD IT all'effettuazione dell'operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

- Esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione di Fusione, i relativi adempimenti e presupposti, nonché la tempistica di esecuzione dell'operazione stessa.
- Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di Quarantacinque attribuite in concambio agli azionisti di CAD IT diversi dalla stessa Quarantacinque, con conseguente piena facoltà di questi ultimi, a seguito della consegna delle azioni, di negoziarle sul mercato.

12. CONCLUSIONI

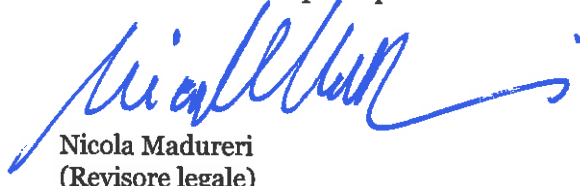
Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopradescritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro così come richiamate al paragrafo 3 del presente parere di congruità, riteniamo, alla luce di quanto riportato ai paragrafi 10.2 e 10.3, che il procedimento valutativo adottato dagli Amministratori non sia adeguato, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, ai fini della determinazione del rapporto di cambio pari a

**n. 2,15682889 azioni ordinarie di Quarantacinque SpA
per ogni n. 1 azione ordinaria di CAD IT SpA.**

Inoltre, sulla base dell'esame della documentazione a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali contenuti nel Piano 2018-2023 di CAD IT, alla luce di quanto riportato al paragrafo 10.4, ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, del Codice Civile non siamo in grado di esprimere le nostre conclusioni in ordine alla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione.

Milano, 12 giugno 2018

PricewaterhouseCoopers SpA



Nicola Madureri
(Revisore legale)