



**RSM Società di Revisione e
Organizzazione Contabile S.p.A.**

Via Meravigli 7 - 20123 Milano

T +39 02 83421490

F +39 02 83421492

CDR ADVANCE CAPITAL S.P.A.

BORGOSIESIA S.P.A.

*Relazione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi degli
articoli 2506 ter e 2501 sexies del Codice Civile, concernente
la congruità del rapporto di cambio delle azioni*

THE POWER OF BEING UNDERSTOOD
AUDIT | TAX | CONSULTING

RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm which practices in its own right. The RSM network is not itself a separate legal entity in any jurisdiction.

Società per azioni / Capitale Sociale di Euro 270.400 i.v.
CF. e PIVA 01889000509
Sede legale: Via Meravigli 7 - 20123 Milano
REA MI 2055222 / Registro dei Revisori Contabili 155781

Lead sponsors



INDICE

1.	MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO	3
2.	SINTESI DELL'OPERAZIONE	3
3.	NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE	8
4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	8
5.	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	11
5.1	Data di Riferimento	12
5.2	Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione	13
5.3.	Trattamento delle diverse categorie di azioni	14
6.	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI	14
7.	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI E MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI BORGOSIESIA E LORO CARATTERISTICHE	16
7.1	Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori	16
7.2	Modalità di assegnazione delle azioni della Società Beneficiaria	20
8.	LAVORO SVOLTO	21
8.1	Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata"	21
8.2	Lavoro svolto sui metodi utilizzati	22
9.	COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE	23
10.	LIMITI SPECIFICI E ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	24
11.	CONCLUSIONI	26



1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Biella, su istanza congiunta di CDR Advance Capital S.p.A. (di seguito anche "CDR" o "Società Scissa") e di Borgosesia S.p.A. (di seguito anche "Borgosesia" o "Società Beneficiaria"), l'incarico di redigere, quale esperto comune, ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio (di seguito il "Rapporto di Cambio") dell'operazione di scissione di seguito descritta. La designazione da parte del Tribunale di Biella è avvenuta con provvedimento del 27 luglio 2018, depositato in cancelleria in data 30 luglio 2018.


Ai fini dell'incarico abbiamo ricevuto dagli organi amministrativi sia di CDR che di Borgosesia il progetto di scissione parziale proporzionale di CDR Advance Capital S.p.A. a favore di Borgosesia S.p.A. (di seguito il "Progetto di Scissione"), corredato dalle relazioni dei Consigli di Amministrazione di CDR e Borgosesia che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio delle Azioni; nonché le situazioni patrimoniali al 30 giugno 2018 redatte ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-quater del Codice Civile.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

I Consigli di Amministrazione di CDR e di Borgosesia (di seguito congiuntamente le "Società"), tenutisi entrambi in data 26 ottobre 2018, hanno deliberato l'avvio dell'iter di scissione parziale proporzionale di CDR in favore di Borgosesia, le cui linee guida erano state deliberate rispettivamente dagli stessi Consigli di Amministrazione in data 23 Maggio 2018 e descritte nel comunicato stampa in pari data.

Oggetto di assegnazione alla Società Beneficiaria sarà il Complesso Scisso, rappresentato dall'intero patrimonio della Scissa con la sola eccezione di disponibilità liquide per Euro 200.000 o di titoli a pronta liquidabilità di pari valore corrente.

Per effetto della Scissione, agli azionisti di CdR saranno assegnate azioni della Beneficiaria in misura proporzionale a quelle detenute nella Società Scissa al momento della Scissione, nel rapporto di:

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long vertical stroke, located on the right side of the page.

- N. 1,18 azioni ordinarie della Beneficiaria, prive di valore nominale, per ogni n. 1 azione di Categoria A della Scissa;
- N. 0,56 azioni ordinarie della Beneficiaria, prive di valore nominale, per ogni n. 1 azione di Categoria B della Scissa.

Ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2506-ter e 2501-quater del codice civile, la Scissione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2018, approvate in data 26 ottobre 2018 dai Consigli di Amministrazione della Scissa e della Beneficiaria.

Oltre che alle condizioni di legge e di statuto - e, fra queste ultime, l'approvazione della Scissione da parte dei titolari di azioni di Categoria B della Scissa - il perfezionamento dell'atto di Scissione è subordinato:

- (a) all'emissione del provvedimento di equivalenza sul documento informativo di scissione da parte di Consob ai sensi dell'art. 57, comma 1, lett. d) del Regolamento Consob 11971 del 1999;
- (b) all'acquisto da parte della Scissa dell'intero capitale di CdR Replay Srl, anche mediante conferimento in natura in CdR, prevedendo un prezzo di emissione delle nuove azioni, al servizio del predetto conferimento, di Euro 2,00 e ciò alla luce della modifica del Regolamento Warrant Scissa;
- (c) al trasferimento da CdR Replay Srl alla Scissa di tutte le azioni Borgosesia di proprietà di CdR Replay Srl;
- (d) alla emissione di nuove azioni di Categoria B della Scissa, ove necessario, per mantenere inalterato il rapporto di 2:1 con quelle di Categoria A in dipendenza dell'operazione sub (b), al prezzo unitario di Euro 0,00894;
- (e) all'emissione di nuovi Warrant Scissa ed all'assegnazione gratuita degli stessi a favore dei sottoscrittori delle nuove azioni di Categoria A e Categoria B emesse in dipendenza di quanto previsto ai precedenti punti (b) e (d) nel rapporto di un Warrant Scissa per ogni azione di nuova emissione;
- (f) alla modifica del regolamento dei Warrant Scissa nel senso di prevedere, a pena di decadenza, l'esercizio obbligatorio degli stessi alla Data di Efficacia sulla base di un rapporto fisso di conversione di


A handwritten signature in blue ink, written vertically on the right side of the page. The signature is stylized and appears to be a name, possibly "Borgosesia".

0,40201. Tale modifica si rende necessaria alla luce delle seguenti circostanze.

- I Warrant Scissa sono cashless pertanto, in caso di loro esercizio, il prezzo delle azioni (di Categoria A) di compendio, in conformità al relativo regolamento, risulterebbe pari ad Euro 0,01 e ciò a fronte di un Net Asset Value di queste, al 30 giugno scorso, di Euro 1,6264, ed una quotazione media dell'ultimo semestre di Euro 1,0098.
- In dipendenza della Scissione, i Warrant Scissa avrebbero potuto essere, alternativamente, trasferiti integralmente alla Beneficiaria, fatti permanere in capo alla Scissa o, ancora, "suddivisi" tra Beneficiaria e Scissa in proporzione al "peso" del Compendio Scisso rispetto a quello del Compendio Non Scisso. Nessuna di queste soluzioni è parsa però esente da controindicazioni tenuto che: (i) il trasferimento in capo alla Beneficiaria avrebbe trovato il limite invalicabile fissato dall'articolo 2441, 6° comma, del Codice Civile che avrebbe impedito di procedere a deliberare in capo a questa un aumento di capitale al servizio dell'esercizio dei Warrant Scissa prevedendo un prezzo di emissione di Euro 0,01 ossia di gran lunga inferiore alla quotazione media del semestre ed alla misura del patrimonio netto per azione (ii) sempre il trasferimento alla Beneficiaria avrebbe comunque comportato, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, una stima dell'effetto portato dalla possibile futura conversione dei Warrant Scissa in capo alla Beneficiaria che, inevitabilmente, avrebbe rischiato di svantaggiare o gli azionisti della prima o quelli della seconda essendo l'effetto diluitivo discendente dall'esercizio particolarmente significativo ma legato ad un evento (il livello di quotazione futura) del tutto imprevedibile; (iii) il permanere dei Warrant Scissa in capo a quest'ultima, pur riducendo lo strike previsto dal regolamento, avrebbe con tutta probabilità, anche tenuto conto delle quotazioni raggiunte dallo stesso, arrecato un danno ai portatori dello strumento che si sarebbero trovati a sottoscrivere, in ipotesi di esercizio post

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'S. Scissa', is written vertically on the right side of the page.

- Scissione, azioni di una società le cui future dinamiche non possono oggi con certezza essere del tutto definite; (iv) la "suddivisione" dei Warrant Scissa fra quest'ultima e la Beneficiaria non avrebbe di fatto risolto alcuna delle problematiche esposte finendo anzi, con tutta probabilità, con l'amplificarle.
- I Warrant Scissa sono stati assegnati gratuitamente in sede di IPO e dei successivi aumenti di capitale (pertanto gli stessi dovrebbero essere per buona parte detenuti dagli attuali azionisti della Scissa in proporzione alle relative azioni)
 - il Regolamento Warrant prevede un obbligo di loro esercizio nell'ipotesi in cui la quotazione media mensile delle azioni di Categoria A raggiunga i 2 Euro; in tale evenienza, l'effetto diluitivo per gli azionisti non titolari di Warrant Scissa sarebbe stimabile nel 40%;
 - le attuali quotazioni delle azioni di Categoria A della Scissa, se confrontate con i multipli di mercato, appaiono oggettivamente già tener conto di tale possibile effetto;
 - il valore intrinseco accertato con riferimento alle azioni di compendio ai fini del rapporto di cambio risulta essere superiore ad Euro 2 per azione;
 - la previsione di una conversione obbligatoria dei Warrant Scissa alla Data di Efficacia, sulla base di un rapporto che, di fatto, corrisponde a quello utilizzabile nell'ipotesi di raggiungimento di una quotazione di Euro 2, è apparsa la più equilibrata al fine di contemperare i diversi interessi;
- (g) alla emissione di ulteriori nuove azioni di Categoria B della Scissa, per ripristinare il rapporto 2:1 con quelle di Categoria A in dipendenza dell'operazione di cui al precedente punto (f), al prezzo di Euro 0,00894;
- (h) all'estinzione degli strumenti finanziari "CdR ex ARSIC 2013", emessi da CdR e legati, nei termini di cui al relativo regolamento, all'andamento delle azioni Borgosesia, senza che in dipendenza di ciò nulla si renda dovuto ai relativi portatori;
- (i) all'estinzione degli strumenti finanziari "CdR conv. 2013", anch'essi legati, seppur in termini diversi rispetto a quelli di cui al precedente



punto, all'andamento delle azioni Borgosesia, mediante l'assegnazione ai relativi portatori, anche previa modifica del relativo regolamento, e termo, per il resto, il contenuto di questo, numero 1 azione Borgosesia per ognuno di tali strumenti;

- (j) al decorso del termine previsto dai rispettivi regolamenti per l'eventuale esercizio da parte dei portatori dei POC del diritto di conversione anticipata dei rispettivi titoli;
- (k) alla delibera da parte dell'assemblea degli azionisti della Beneficiaria dell'aumento del proprio capitale per massimi Euro 14.850.000 al servizio della conversione dei POC alla stessa trasferiti in forza della Scissione previa rideterminazione del relativo rapporto di conversione da quello attuale di 2.000 azioni per ogni 22 obbligazioni in quello di 2.360 azioni ogni 22 obbligazioni. o in altro che più puntualmente potrà essere individuato anche facendo ricorso all'Agente di Calcolo (come definito all'art. 7 dei Regolamenti dei POC) e ciò tenuto conto che lo stesso, a norma dei relativi regolamenti, deve essere modificato, in occasione di operazioni di scissione di cui l'emittente non sia beneficiaria, in modo da attribuire ai relativi portatori la facoltà di esercitare il diritto di conversione su di un numero di azioni della beneficiaria equivalente a quello che sarebbe stato loro assegnato ove le obbligazioni fossero state convertite prima della data di efficacia della scissione stessa.

Prima della Data di Efficacia la Beneficiaria sottoporrà inoltre all'assemblea degli azionisti di risparmio la proposta di procedere alla conversione obbligatoria delle relative azioni in azioni ordinarie sulla base del rapporto di tre azioni ordinarie ogni due azioni di risparmio, fermo restando che la mancata approvazione di questa non inciderà sulla conclusione dell'Operazione il cui calendario prevede, subordinatamente al verificarsi delle condizioni sopra indicate, che la Scissione possa avere ragionevolmente effetto entro il 28 febbraio 2019.

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the bottom.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli Azionisti di CDR e Borgosesia idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle medesime società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle società coinvolte nell'operazione di Scissione, ivi incluso il Compendio Scisso. E' esclusa altresì dall'oggetto della nostra analisi e della presente relazione ogni valutazione in merito al rapporto tra il valore del patrimonio residuo di CDR e quello del Compendio Scisso. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli Amministratori.

La presente relazione, pertanto, è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dagli articoli 2506-ter e 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di scissione parziale proporzionale di CDR in Borgosesia. Essa, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

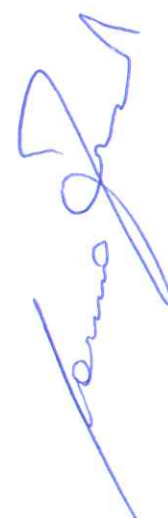
4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

1. Il Progetto di Scissione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di CDR e Borgosesia, indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 giugno 2018, il seguente Rapporto di Cambio, post conversione dei warrant CDR in circolazione e post acquisizione di una partecipazione totalitaria in CDR Reply S.r.l. da parte di CDR:

- N. 1,18 azioni ordinarie Borgosesia per n. 1 azione di categoria A di CDR
- N. 0,56 azioni ordinarie Borgosesia ogni n. 1 azione di categoria B CDR

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

A handwritten signature in blue ink, appearing to be a stylized name, located on the right side of the page.

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori delle due Società.

2. La seguente documentazione, utilizzata dagli Amministratori e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:

- Bilancio separato e consolidato semestrale al 30 giugno 2018 di CDR, corredato della relazione degli Amministratori e della relazione della Società di revisione relativamente al bilancio consolidato;
- Bilancio separato e consolidato semestrale al 30 giugno 2018 di Borgosesia, corredato della relazione degli Amministratori e della relazione della Società di revisione relativamente al bilancio consolidato;
- Situazioni patrimoniale al 30 giugno 2018 di CDR Advance Capital S.p.A. e di Borgosesia S.p.A., predisposte ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-quater del Codice Civile, dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due società;
- Bilancio separato e consolidato al 31 dicembre 2017 di CDR Advance Capital S.p.A., corredato delle rispettive relazioni degli Amministratori, dei Collegi Sindacali e della Società di Revisione;
- Bilancio separato e consolidato di Borgosesia S.p.A. al 31 dicembre 2017, corredato delle rispettive relazioni degli Amministratori, dei Collegi Sindacali e della Società di Revisione;
- Gli attuali statuti di CDR e Borgosesia
- Il regolamento del Warrant CDR
- Il Broker report di Value Track al 5 settembre 2018
- I prezzi storici e i volumi di scambio delle azioni ordinarie e dei warrant di CDR
- I prezzi storici e i volumi di scambio delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di Borgosesia


c) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:

- L'istanza di nomina dell'esperto comune ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-sexies del Codice Civile, presentata in data 24 luglio 2018 al Tribunale di Biella, e relativo provvedimento di nomina datato 27 luglio 2018, depositato presso la cancelleria del Tribunale di Biella in data 30 luglio 2018;

A handwritten signature in blue ink, written vertically on the right side of the page.

- Gli statuti di CDR e Borgosesia ante-scissione e post-scissione, allegati al Progetto di Scissione
 - Documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. del Prestito Obbligazionario Convertibile in azioni Compagnia della Ruota S.p.A. (oggi CdR Advance Capital S.p.A.) di Categoria A denominato "Compagnia della Ruota 2014-2019 - OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI 6,5%" emesso da Compagnia della Ruota S.p.A.
 - Documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. del Prestito Obbligazionario Convertibile in azioni CdR Advance Capital S.p.A. di Categoria A denominato "CdR Advance Capital 2015-2021 - OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI 6%" emesso da CdR Advance Capital S.p.A.
 - Documento di ammissione relativo all'ammissione alle negoziazioni su AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. del Prestito Obbligazionario Convertibile in azioni CdR Advance Capital S.p.A. di Categoria A denominato "CdR Advance Capital 2016-2022 - OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI 5%" emesso da CdR Advance Capital S.p.A.
- d) Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto conferma che, per quanto a conoscenza delle Direzioni di CDR e Borgosesia, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.



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

L'individuazione delle metodologie valutative è stata condotta nell'ambito dei principi generali di omogeneità e pluralità di criteri con riferimento all'obiettivo di determinazione del rapporto di cambio tra le azioni e, conseguentemente, di valori relativi raffrontabili e riferibili alle attività nette del Compendio Scisso e al capitale della Società Beneficiaria autonomamente considerati.

Gli amministratori di CDR e Borgosesia, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione con consolidate basi dottrinali ed applicative, tali da consentire di valutare in maniera omogenea le attività in oggetto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. In particolare:

- Per la valutazione del Compendio Scisso, gli Amministratori delle società hanno considerato che il vettore di valore è di natura sia patrimoniale che reddituale, ed hanno quindi utilizzato il metodo RIM (Residual Income Method);
- Per la valutazione di Borgosesia, gli Amministratori delle società hanno reputato che il vettore di valore è di natura prevalentemente patrimoniale ed hanno utilizzato il NAV (Net Asset Value).

Il rapporto di cambio è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione non tenendo conto, se non come metodo indiretto di controllo, delle quotazioni dei titoli della Scissa e della Beneficiaria – rispettivamente sul Mercato AIM e sul MTA – ritenendo le stesse scarsamente significative alla luce del limitato numero di scambi registrati nei predetti mercati.

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre tenuto in debito conto che: (i) su base consolidata CDR consegue nel primo semestre 2018 un utile netto di Euro 1.120 migliaia mentre Borgosesia una perdita di Euro 194 migliaia; (ii) il gruppo facente capo a CDR è in grado di generare da subito occasioni di nuovi business e ciò grazie anche alle proprie disponibilità finanziarie e alla sua capacità di credito mentre Borgosesia risulta inattiva da anni, priva in concreto di risorse finanziarie e con un attivo patrimoniale prevalentemente rappresentato dalla partecipazione in Kronos S.p.A., veicolo di investimento deputato all'esecuzione del piano di ristrutturazione finanziaria approvato in passato dalle banche



creditrice della stessa BGS, a mente dell'articolo 67 della Legge Fallimentare, ed il cui smobilizzo è previsto, allo stato, solo sul finire dell'anno 2021.

Valutazione del Compendio Scisso

Il compendio scisso è stato valutato sulla base della situazione consolidata al 30 giugno 2018 applicando la metodologia RIM (Residual Income Method).

La valorizzazione del complesso scisso tiene conto dell'operazione mista di acquisto e conferimento delle quote di minoranza di CDR Reply S.r.l., operazione grazie alla quale CDR acquisisce una partecipazione totalitaria in CDR Reply. La quota di minoranza oggetto di acquisizione mediante un'operazione mista di vendita e conferimento è stata stimata applicando la metodologia NAV (Net Asset Value).

E' stato ipotizzato l'esercizio della totalità dei Warrant (si vedano in proposito le condizioni cui è sottoposta l'efficacia della scissione).

Valutazione di Borgosesia

Borgosesia è stata valutata applicando il Metodo Patrimoniale complesso.

5.1 Data di Riferimento

Le valutazioni analitiche proposte sono riferite alla data del 30 giugno 2018, e sono state principalmente sviluppate sulla base dei dati semestrali del Gruppo CDR e di Borgosesia.

Ai fini della determinazione della situazione patrimoniale contabile del Compendio Scisso, gli Amministratori hanno fatto riferimento al patrimonio netto al 30 giugno 2018, considerando l'impatto delle condizioni cui è sottoposta l'efficacia della scissione, riportate dettagliatamente nel paragrafo 2 della presente relazione.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a large, stylized initial 'S' followed by a cursive name.

5.2 Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione

Metodo RIM (Residual Income Method)

Il Residual Income Method definisce il valore di un'azione come somma di due elementi: il patrimonio netto contabile, quale misura più semplice del capitale di rischio impiegato nell'impresa e il valore attuale dei futuri redditi residuali.

Per reddito residuale si intende la parte del reddito d'impresa che eccede il reddito normale, a sua volta definito come il reddito che remunera "in modo adeguato" il capitale investito nell'attività d'impresa. Il reddito residuale così definito è sostanzialmente il profitto economico, poiché si ottiene sottraendo il costo opportunità del capitale all'utile contabile.

I flussi di redditi futuri sono generalmente esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali si ipotizza la generazione, da parte dell'azienda, di un flusso di reddito sostenibile in perpetuità ad un tasso di crescita medio normale di lungo termine (valore residuo o valore terminale).

Metodo Patrimoniale Complesso

Il metodo patrimoniale determina il valore di una società sulla base della somma dei valori congrui (o valori di netto realizzo) delle sue attività e passività, rettificando il patrimonio netto contabile al fine di tenere conto delle differenze tra valore di mercato dei singoli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti in bilancio, al netto dei relativi effetti fiscali potenziali.

Il metodo patrimoniale complesso attribuisce un valore quanto più possibile congruo anche alle grandezze immateriali non contabilizzate; esso si esplica nella formula $W=K'+V_{bi}$, dove K' esprime il valore del Patrimonio (Net Asset Value) e V_{bi} indica il valore attribuito agli intangibles. La valutazione degli intangibles può avvenire: (i) in base ai costi correnti di sostituzione, ottenuti capitalizzando i costi storici rivalutati; o (ii) in base ai prezzi praticati per elementi dello stesso tipo in negoziazioni recenti sul mercato.

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'S. P.', is written vertically on the right side of the page.

5.3. Trattamento delle diverse categorie di azioni

La struttura dell'operazione prevede lo scambio di azioni CDR di categoria A e di categoria B con azioni Borgosesia ordinarie.

A tale riguardo si ricorda, come precedentemente descritto, che la struttura dell'operazione prevede l'esercizio della totalità dei Warrant CDR e la conversione delle Azioni di Risparmio Borgosesia in Azioni Ordinarie.

In sede di determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno dovuto procedere alla ripartizione del valore complessivo del capitale economico di CDR tra le diverse categorie di azioni, con l'obiettivo di giungere a quantificazioni relative che rispecchiassero il differente regime dei diritti associati alle medesime.

A tale riguardo gli Amministratori hanno proceduto con un approccio basato su indicazioni e considerazioni di mercato, tenendo conto della struttura complessiva dell'operazione e nell'ambito dei limiti posti dalle evidenze comparative disponibili.

In particolare, ai fini della determinazione del valore delle azioni di categoria B rispetto alle azioni di categorie A, è stato applicato il metodo RIM ai flussi di redditi ascrivibili a ciascuna categoria di azioni sulla base dei diritti incorporati da ciascuna di esse.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione di CDR e Borgosesia nella valutazione di CDR, con riferimento al Compendio Scisso, e di Borgosesia sono di seguito riportate:

- Scarsa significatività delle quotazioni di Borsa sia per CDR che per Borgosesia;
- Individuazione di una metodologia idonea a valutare CDR, stante la limitata equiparabilità di aziende utilizzabili come campione di società comparabili
- Individuazione di una metodologia idonea a valutare Borgosesia;
- per CdR, la determinazione del valore attribuibile alle azioni di Categoria B, tenuto conto dei particolari diritti a queste spettanti:

il valore delle azioni di Categoria B è stato determinato stimando il "peso" che deriva dai diritti attribuiti a queste ultime a carico delle azioni di Categoria A, e ciò facendo ricorso al metodo R.I.M. applicato al patrimonio ed agli utili di pertinenza di tale categoria avendo cura comunque di verificare che il risultato così ottenuto non ledesse le prerogative

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long tail, positioned vertically on the right side of the page.

statutariamente riservate a queste ultime ed in specie che il relativo valore economico fosse comunque più elevato della somma fra il capitale sociale della categoria, l'intera riserva di sovrapprezzo di esclusiva titolarità di questa e dei dividendi "prioritari" maturati e non riscossi;

- per BGS, la determinazione del valore economico complessivo attribuito alle azioni di risparmio (proposta di procedere alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, come riportato al paragrafo 2 della presente relazione):

è stato attribuito alle azioni di risparmio un valore economico imputando alle stesse, prioritariamente, il valore del privilegio in "linea capitali" (Euro 1,2 per azione) e quello "in conto dividendi" (Euro 0,06 per tre annualità). È stato quindi attribuito alle azioni ordinarie nella misura statutariamente prevista, un dividendo calcolato sulla base del valore economico residuo "in linea capitali" pari al 3%, per tre annualità ed il residuo è stato ripartito fra tutte le azioni in proporzione al loro numero.

Infine si evidenzia come, per pervenire alla stima del Compendio Scisso si sia proceduto a sottrarre dal valore economico come sopra determinato, l'importo di Euro 200 migliaia corrispondente a quello del Compendio Non Scisso.

Inoltre:

- la perdita emergente dalla situazione patrimoniale "separata" di CdR al 30 giugno 2018 è stata ritenuta irrilevante poiché legata ai diversi principi contabili di riferimento utilizzati per la predisposizione di questa (cd Italian GAAP), essenzialmente ancorati al "costo", rispetto a quelli impiegati per la redazione del bilancio consolidato, preso a base per la valutazione del relativo gruppo, poggianti sul fair value (cd IAS/IFRS);
- l'effetto diluitivo portato dai POC per il caso di esercizio, successivamente alla Data di Efficacia, del diritto di conversione (il cui rapporto risulta, per tutti questi, pari a 1,10) non è stato considerato significativo ai fini della determinazione del rapporto di cambio tenuto conto (i) che il rapporto di conversione, in conformità ai rispettivi regolamenti, non è suscettibile di adeguamento in dipendenza dell'esercizio della facoltà attribuita ai portatori dei Warrant Scissa; (ii) il valore attribuito alle azioni BGS oggetto di assegnazione in forza della Scissione a favore degli azionisti di CdR risulta sostanzialmente allineato al rapporto di conversione col che l'esercizio della relativa facoltà genererebbe allo stato effetti di fatto



trascurabili. Fermo quanto precede, deve essere ancor qui osservato come l'eventuale esercizio della facoltà di conversione dei POC genererebbe, rispetto allo scenario preso a base per il rapporto di cambio (a) un innalzamento dei mezzi propri; (b) un conseguente minor esborso per il rimborso dei POC e, ancora (c) un minor onere al servizio del relativo debito. Considerando tali circostanze, ed assumendo un tasso di rendimento sulle maggiori disponibilità finanziarie pari, prudenzialmente, ai due terzi di quello mediamente ritratto dagli investimenti core della Scissa, il valore del capitale economico di questa si innalzerebbe in una misura tale da escludere, allo stato, effetti diluitivi materiali.

Gli amministratori dichiarano che, anche in applicazione di quanto previsto dall'art. 2501-quinquies del Codice Civile, hanno tenuto in debita considerazione il fatto che le valutazioni effettuate ai fini della determinazione del rapporto di cambio hanno evidenziato le criticità insite in questo tipo di analisi.

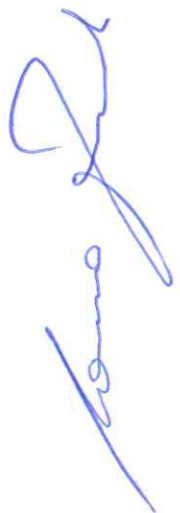
7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI E MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI BORGOSESIA E LORO CARATTERISTICHE

7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

I valori dei capitali economici per azione del Compendio Scisso e di Borgosesia, nonché i relativi rapporti di cambio, determinati dai Consigli di Amministrazione sono di seguito riportati.

Valore del Capitale economico del Compendio Scisso

Il valore del capitale economico del compendio scisso alla data di riferimento è pari a circa € 36,6 milioni: tale valore risulta in linea con quanto determinato secondo la metodologia RIM adottata dagli Amministratori. Il valore del capitale economico del compendio scisso, successivamente al verificarsi delle condizioni cui è sottoposta l'efficacia della scissione, è pari a circa € 38,6 milioni.



Valore del Capitale economico di Borgosesia

Il valore del capitale economico di Borgosesia alla data di riferimento è pari a circa € 12,5 milioni: tale valore risulta in linea con quanto determinato secondo il metodo patrimoniale complesso adottato dagli Amministratori.

Il confronto dei valori economici accertati con le quotazioni di Borsa

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di non poggiare le proprie valutazioni sulle quotazioni fatte registrare dai titoli della Scissa e della Beneficiaria, rispettivamente, sull'AIM e sul MTA, e ciò a ragione del limitato numero di contrattazioni rilevate.

Ciò non di meno e fermo quanto precede, giova qui sottolineare come, assumendo, sulla base delle quotazioni medie dell'ultimo semestre, per BGS, la somma fra la capitalizzazione delle azioni ordinarie (diverse da quelle proprie) e di quelle di risparmio e per CdR, la somma fra la capitalizzazione delle azioni di Categoria A, dei Warrant Scissa e delle azioni di Categoria B, (quest'ultima ricavata, con le medesime proporzioni con cui la valutazione ottenuta col metodo RIM è stata come di seguito attribuita ai titolari di azioni di tale categoria), il rapporto fra il valore del capitale economico di CdR e quello di BGS - accertato, come sopra, di fatto in "3:1" - sarebbe sostanzialmente coinciso.

Valore unitario delle Azioni CdR relative al Compendio Scisso

Alla data del Progetto di Scissione, il capitale sociale di CdR è pari ad Euro 171.138,54, interamente versato, suddiviso in n. 12.767.624 azioni ordinarie di Categoria A e n. 6.383.811 azioni di Categoria B, entrambe prive di valore nominale. La Scissa risulta, tra l'altro, aver emesso n. 20.770.218 warrant denominati "Warrant CdR Advance Capital 2012-2022", quotati sull'AIM (ISIN IT0004818685) ed incorporanti il diritto di sottoscrivere azioni di Categoria A, al prezzo di Euro 0,01 sulla base del rapporto di esercizio, variabile in funzione del valore raggiunto dalle quotazioni delle azioni di compendio, previsto dal relativo regolamento (i "Warrant Scissa") e tre prestiti obbligazionari convertibili (i "POC"), ciascuno di Euro 4.950.000, tutti quotati sull'AIM.

Il progetto di scissione prevede alcune condizioni cui è sottoposta l'efficacia della Scissione, tra le quali l'acquisizione della partecipazione totalitaria in CdR Reply Srl e la conversione totale dei Warrant in circolazione.

A handwritten signature in blue ink, appearing to be "Scissa", written vertically on the right side of the page.

Alla luce delle sopracitate operazioni e sulla base delle disposizioni statutarie, gli Amministratori hanno stimato che alla data di efficacia della Scissione sia riferibili al Compendio Scisso numero 22.835.653 Azioni di Categoria A e numero 11.417.825 Azioni di Categoria B.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nella Relazione sul Progetto di Scissione, coerentemente alla valutazione del capitale economico del Compendio Scisso come sopra determinato, il valore unitario delle azioni CdR relative al medesimo compendio proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari a Euro 1,37 per le Azioni di Categoria A e pari a Euro 0,65 per le Azioni di Categoria B.

Valore unitario delle Azioni Borgosesia

Alla data del Progetto di Scissione, il capitale sociale di BGS è pari ad Euro 9.632.740,42, interamente versato, suddiviso in numero 12.043.507 azioni ordinarie ed in numero 862.691 azioni di risparmio, entrambe prive di valore nominale. Sempre alla data del Progetto di Scissione la Beneficiaria risulta detenere n. 2.581.239 azioni ordinarie proprie, pari a circa il 20% di quelle (ordinarie e di risparmio) complessivamente emesse.

Prima della data di efficacia della scissione la Beneficiaria sottoporrà all'assemblea degli azionisti di risparmio la proposta di procedere alla conversione obbligatoria delle relative azioni in azioni ordinarie fermo restando che la mancata approvazione di questa non inciderà sulla conclusione dell'Operazione il cui calendario prevede, subordinatamente al verificarsi delle condizioni cui è sottoposta l'efficacia della scissione, che la Scissione possa avere ragionevolmente effetto entro il 28 febbraio 2019.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nella Relazione sul Progetto di Scissione, coerentemente alla valutazione del capitale economico di Borgosesia, il valore unitario delle azioni ordinarie Borgosesia ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari a Euro 1,16.

* * *


A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long, sweeping tail that extends downwards.

Sulla base dei valori unitari delle azioni CdR relative al Compendio Scisso e delle azioni ordinarie Borgosesia, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio tenuto conto che, i titolari di azioni di Categoria A e di azioni di Categoria B della Scissa avranno diritto di ricevere azioni ordinarie della Beneficiaria e che i titolari dei Warrant Scissa avranno diritto di esercitare i Warrant stessi, nei termini e alle condizioni che saranno previsti dalle deliberazioni di modifica e adeguamento del Regolamento dei Warrant Scissa, con conseguente estinzione in caso di mancato esercizio.

In aggiunta a quanto sopra riportato, ai fini della determinazione del rapporto di Cambio gli Amministratori hanno tenuto in considerazione il fatto che i titolari dei POC avranno diritto di conversione anticipata, ai sensi dell'art. 2503-bis c.c., fermo restando che, in caso di mancata conversione, essi avranno diritto di proseguire nel medesimo rapporto obbligatorio, rispetto al quale la Beneficiaria assumerà la qualifica di emittente delle relative obbligazioni in circolazione, previa modifica di ciascun regolamento, con equivalenti diritti per i portatori delle obbligazioni, fatto salvo l'adeguamento del rapporto di conversione delle obbligazioni medesime in dipendenza della scissione.

Al fine di considerare gli effetti connessi all'esercizio del diritto di conversione da parte dei portatori di obbligazioni convertibili oggetto del compendio scisso, i Consigli di amministrazione hanno proceduto al calcolo del Rapporto di Cambio con riferimento ai valori unitari delle azioni sia secondo lo scenario di assenza di conversione (scenario ritenuto più probabile), sia secondo lo scenario di conversione massima. Come argomentato dagli Amministratori nella Relazione sul Progetto di Scissione, l'eventuale conversione delle obbligazioni in azioni determina una variazione del Rapporto di Cambio poco significativa. Pertanto i Consigli di Amministrazione, pur non conoscendo alla data attuale il numero delle obbligazioni che saranno convertite in azioni, hanno deliberato di identificare un Rapporto di Cambio fisso determinato mediante arrotondamento alla seconda cifra decimale in ipotesi di assenza di conversione.

Sulla scorta delle valutazioni condotte dagli Amministratori, considerati i valori per azione come sopra determinati e i conseguenti rapporti di cambio, i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto di adottare i seguenti Rapporti di Cambio:

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the bottom.

- N. 1,18 azioni ordinarie della Beneficiaria, prive di valore nominale, per ogni n. 1 azioni di Categoria A della Scissa;
- N. 0,56 azioni ordinarie della Beneficiaria, prive di valore nominale, per ogni n. 1 azioni di Categoria B della Scissa.

Non sono previsti conguagli in denaro.

7.2 Modalità di assegnazione delle azioni della Società Beneficiaria

Secondo quanto riportato nelle Relazioni dei Consigli di Amministrazione la Scissione sarà eseguita mediante assegnazione degli strumenti finanziari Borgosesia (azioni ordinarie) ai portatori di strumenti finanziari CdR (azioni di categoria A e azioni di categoria B) in misura direttamente proporzionale alla percentuale di partecipazione da ciascuno di essi detenuta nella Società Scissa, ed in base al Rapporto di Cambio illustrato nelle relazioni stesse. Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Le azioni della Beneficiaria saranno assegnate agli azionisti della Scissa, in regime di dematerializzazione e per il tramite degli intermediari autorizzati, a partire dalla Data di Efficacia, con i tempi e le modalità che saranno resi noti mediante la pubblicazione di apposito avviso.

Subordinatamente al rilascio dei necessari provvedimenti autorizzativi, al momento dell'assegnazione, le azioni della Beneficiaria di nuova emissione risulteranno negoziate sul MTA.

Le azioni della Beneficiaria assegnate agli azionisti della Scissa per effetto della Scissione avranno godimento identico alle azioni della prima già emesse alla data del presente Progetto di Scissione e, pertanto, attribuiranno agli assegnatari diritti equivalenti a quelli spettanti agli attuali azionisti della Beneficiaria.

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long tail, positioned vertically on the right side of the page.

8. LAVORO SVOLTO

8.1 Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata"

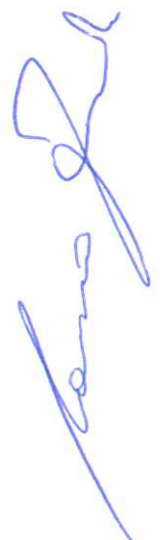
Gli interventi e le attività di seguito illustrati sono stati svolti nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Come indicato in precedenza, i bilanci d'esercizio e consolidati di CDR e il bilancio di esercizio di Borgosoesia al 31 dicembre 2017 sono stati assoggettati a revisione contabile da parte di Deloitte & Touche Spa; il bilancio consolidato di CDR al 30 giugno 2018 e il bilancio consolidato di Borgosoesia al 30 giugno 2018 sono stati assoggettati a revisione limitata da parte di Deloitte & Touche Spa.

Considerando che i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori di CDR e Borgosoesia assumono come base di riferimento una situazione patrimoniale redatta ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-quater del Codice Civile, abbiamo svolto una desk review comprensiva di discussioni con la Direzione delle Società, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la sua redazione, analisi critiche degli ammontari in essa esposti e degli indici di bilancio da essa ricavabili nonché analisi degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci di esercizio 2017 che, come già indicato in precedenza, sono stati assoggettati a revisione contabile completa.

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura delle situazioni patrimoniali ex art. 2501-quater che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla chiusura delle predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica delle valutazioni del Complesso Scisso di CDR e di Borgosoesia e/o una modifica del rapporto di cambio.

Abbiamo discusso con la Direzione di CDR i criteri utilizzati per la redazione dei dati prospettici del Gruppo CDR.

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the bottom.

Abbiamo discusso con la Direzione di CDR i criteri e i metodi utilizzati per la valutazione del Compendio Scisso.

Abbiamo discusso con la Direzione di Borgosesia i criteri e i metodi utilizzati per la valutazione del capitale economico di Borgosesia.

8.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- Esaminato il Progetto di Scissione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-quater del Codice Civile e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di CDR e di Borgosesia indirizzate alle rispettive Assemblee straordinarie;
- Esaminato gli statuti sociali di CDR e di Borgosesia attualmente in vigore e le relative proposte di modifica;
- Verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dai Consigli di Amministrazione di CDR e Borgosesia riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- Analizzato criticamente i metodi utilizzati dai Consigli di Amministrazione di CDR e Borgosesia ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle società coinvolte nel Progetto di Scissione;
- Verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati;
- Svolto una sensitivity analysis, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- Verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata";
- Analizzato e discusso con la Direzione di CdR e di Borgosesia relativamente all'approccio valutativo, alle metodologie adottate ed in generale al lavoro complessivamente svolto ed alle risultanze dello stesso;
- Verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio dagli Amministratori;
- Effettuato un'analisi critica della metodologia di determinazione del valore attribuito a favore dei soggetti portatori di Azioni di Risparmio Borgosesia;



- Ottenuto la conferma che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali di CdR e Borgosesia, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale dei Consigli di Amministrazione di CdR e Borgosesia consiste in una stima dei valori economici attribuibili al Complesso Scisso e al capitale della Società Beneficiaria della Scissione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi per il Compendio Scisso e per la Società Beneficiaria, ma comunque tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio; tale stima, pertanto, non è utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori appaiono adeguati alla fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle due Società;
- La scelta da parte degli Amministratori del metodo patrimoniale complesso per Borgosesia e del metodo RIM – Residual Income Method per il Compendio Scisso CDR, risulta giustificata dall'attività svolta rispettivamente da Borgosesia e dal Compendio Scisso;
- L'approccio metodologico seguito dagli Amministratori di CDR e di Borgosesia, che ha previsto l'applicazione di metodologie di valutazione diverse in considerazione



- delle caratteristiche delle due società, ha consentito di ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno tenuto conto delle differenze di diritti patrimoniali e amministrativi tra le diverse categorie di Azioni in circolazione per le società riguardate dall'operazione procedendo secondo modalità e sulla base di riferimenti e considerazioni allineate a quelle normalmente utilizzate nella prassi.

10. LIMITI SPECIFICI E ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dagli Amministratori di CDR e Borgosesia, assumendone la veridicità, correttezza e completezza.

Oltre a quanto già indicato dagli Amministratori, relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, segnaliamo quanto segue:

- I Consigli di Amministrazione hanno ritenuto di adottare ai fini della determinazione del rapporto di cambio, metodologie di valutazione di tipo analitico. L'applicazione di tali metodologie ha richiesto, oltre al riferimento ai parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economiche prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;
- Relativamente al Metodo delle quotazioni di Borsa si segnala che le quotazioni di borsa rappresentano valori espressi nell'ambito di transazioni continuative in un contesto regolamentato, ma sono soggette a fluttuazioni, anche significative, correlate all'andamento generale dei mercati finanziari; l'utilizzo di periodi di rilevazione estesi e il calcolo di quotazioni medie su base storica possono consentire di attenuare, ma non di eliminare, gli effetti connessi all'impatto della volatilità congiunturale rispetto alla significatività dei prezzi rilevati. Nel caso di specie la circostanza di cui sopra assume particolare rilevanza in quanto il contesto di mercato più recente risulta caratterizzato da elevati livelli di incertezza e da

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'S. B.', is located on the right side of the page.

fenomeni di forte turbolenza ed inoltre i titoli in esame presentano esigui volumi giornalieri rendendo non sufficientemente significativi i corsi di borsa;

- Nell'ambito della quantificazione dei rapporti di cambio riferiti alle diverse tipologie di azioni delle due società, gli Amministratori hanno considerato la circostanza per cui i prezzi di mercato direttamente riferiti alle azioni di Categoria A di CDR e alle azioni ordinarie di Borgosesia, per i motivi di cui sopra, non appaiono rappresentativi del valore di tali strumenti finanziari; inoltre, nel caso di specie, le azioni di Categoria B di CDR non sono quotate; ciononostante, gli Amministratori evidenziano che il rapporto tra i valori di mercato delle azioni quotate riflette il rapporto di cambio determinato dagli Amministratori medesimi;
- Il Progetto di Scissione, come espressamente indicato dagli Amministratori delle Società nello stesso progetto e nelle relazioni ex art. 2506-ter e 2501-quinquies del Codice Civile, e come ricordato nel precedente paragrafo 2, è stato redatto nel presupposto che, preliminarmente alla sua approvazione da parte dell'Assemblea rispettivamente di CdR e di Borgosesia, siano approvate e verificate una serie di proposte elencate nel Progetto di Scissione (e nella relazione ex art. 2506-ter e 2501-quinquies del Codice Civile) nonché nell'ulteriore presupposto che le relative delibere siano efficaci e/o eseguite, a seconda del caso, anteriormente alla data di efficacia della Scissione nei confronti dei terzi a norma dell'art. 2506-quater del Codice Civile.

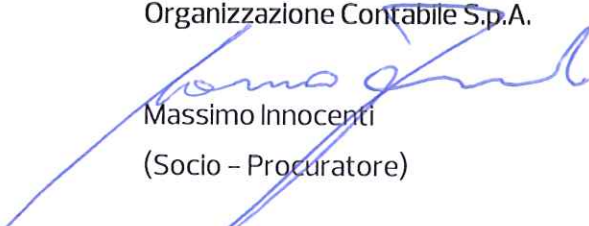
A handwritten signature in blue ink, written vertically on the right side of the page. The signature is stylized and appears to be a name, possibly "L. ...".

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Scissione.

Firenze, 9 novembre 2018

RSM Società di Revisione e
Organizzazione Contabile S.p.A.



Massimo Innocenti
(Socio - Procuratore)