



**RECORDATI SPA
ROSSINI INVESTIMENTI SPA
FIMEI SPA**

**RELAZIONE DELL'ESPERTO AI SENSI DELL'ARTICOLO
2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**

13 NOVEMBRE 2020



RELAZIONE DELL'ESPERTO AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli azionisti di Recordati SpA
All'azionista di Rossini Investimenti SpA
All'azionista di Fimei SpA

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta da Recordati SpA (“Recordati” o “Società Incorporante”), Rossini Investimenti SpA (“Rossini Investimenti”) e Fimei SpA (“Fimei” e, congiuntamente a Rossini Investimenti, le “Società Incorporande”, nonché, insieme anche a Recordati, le “Società” o le “Società Partecipanti alla Fusione”) PricewaterhouseCoopers SpA (“PwC”) ha ricevuto dal Tribunale di Milano, con decreto 8897/2020 dell’8 ottobre 2020, l’incarico di redigere, in qualità di esperto designato ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2501-sexies commi 3 e 4 del codice civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio nell’ambito della fusione inversa per incorporazione di Rossini Investimenti e Fimei in Recordati (la “Fusione” o l’“Operazione”).

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione delle Società (i “Consigli di Amministrazione” o gli “Amministratori”), tra l’altro, la seguente documentazione:

- il progetto di fusione approvato in data 1 ottobre 2020 dai Consigli di Amministrazione, redatto ai sensi dell’articolo 2501-ter del codice civile (il “Progetto di Fusione”);
- le relazioni illustrate predisposte dagli Amministratori e approvate in data 1 ottobre 2020 (“Relazioni degli Amministratori” o “Relazioni”), che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2501-quinquies del codice civile e, con riguardo a Recordati, dell’articolo 70, comma 2, del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (“Regolamento Emissenti”), il Progetto di Fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni (il “Rapporto di Cambio”), nonché i criteri di determinazione dello stesso;
- le situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell’articolo 2501-quater del codice civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all’approvazione delle Assemblee degli azionisti di Recordati, di Rossini Investimenti e di Fimei (congiuntamente le “Assemblee”).

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 - Bergamo 24121 Largo Belotti 5 Tel. 035229691 - Bologna 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - Brescia 25121 Viale Duca d’Aosta 28 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. 01156771 - Trento 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 - Treviso 31100 Viale Felisetti 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

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Con comunicazione del 15 giugno 2020, Rossini Luxembourg Sàrl (“Rossini Luxembourg”), società lussemburghese esercente, ai sensi degli articoli 2497 e seguenti del codice civile, attività di direzione e coordinamento sulle Società Partecipanti alla Fusione, ha manifestato la propria intenzione di procedere alla Fusione e ha invitato Recordati, Rossini Investimenti e Fimei a porre in essere gli adempimenti necessari affinché l’Operazione fosse perfezionata nei primi mesi del 2021, ma in una data successiva all’approvazione dei bilanci delle Società Incorporande relativi all’esercizio al 31 dicembre 2020.

Riguardo al ruolo di Rossini Luxembourg quale entità che esercita attività di direzione e coordinamento su tutte le Società Partecipanti alla Fusione, si segnala che essa controlla indirettamente Rossini Investimenti per il tramite delle società lussemburghesi Rossini Investments Sàrl, Rossini Acquisition Sàrl e Rossini Sàrl. Rossini Investimenti controlla invece direttamente e di diritto Fimei, detenendo una partecipazione pari al 100% del capitale sociale della stessa. Fimei, infine, controlla direttamente e di diritto Recordati, detenendo una partecipazione pari al 51,82% del capitale sociale della stessa.

Più precisamente, alla data del Progetto di Fusione, Fimei detiene 108.368.721 azioni ordinarie di Recordati, rappresentanti per l’appunto il 51,82% del capitale sociale della stessa, mentre Rossini Investimenti detiene 10.000.000 azioni ordinarie di Fimei, rappresentati il 100% del capitale sociale della stessa. La Fusione si configura dunque come una fusione inversa, nella quale la società partecipata incorpora le società direttamente e indirettamente controllanti.

La Fusione si colloca nel più ampio processo di acquisizione indiretta da parte di Rossini Investimenti, per il tramite di Fimei, della maggioranza del capitale sociale di Recordati (rispetto alla quale la Fusione è strettamente e intrinsecamente connessa), che si è perfezionata mediante apporto da parte di Rossini Sàrl a favore di Rossini Investimenti di capitale proprio per un ammontare complessivamente pari a circa Euro 3 miliardi.

Nelle Relazioni, gli Amministratori riferiscono che le principali motivazioni sottostanti alla decisione di procedere alla Fusione sono le seguenti:

- i) realizzare un accorciamento della catena di controllo rispetto alle società operative e semplificare la struttura societaria del gruppo Recordati (“Gruppo”), in linea con le prassi nazionale e internazionale;
- ii) ridurre i costi amministrativi connessi al mantenimento delle Società Incorporande con conseguente liberazione di risorse a vantaggio dell’intero Gruppo;
- iii) ottenere sinergie amministrative e sinergie legate ai costi fissi di struttura, nonché una maggiore efficienza sotto il profilo finanziario derivante da un accorciamento della catena di controllo che permetterà una più rapida risalita dei flussi di dividendi, cui consegue anche un minore costo fiscale derivante dall’eliminazione di livelli di imposizione addizionali.

Secondo quanto riportato nelle Relazioni, per effetto della Fusione Recordati potrà fruire del beneficio fiscale ACE maturato in capo a Rossini Investimenti, il quale genererà in capo alla Società Incorporante minori imposte per circa Euro 12,9 milioni (subordinatamente all’esito di un apposito

interpello, presentato in via prudenziale in data 5 agosto 2020 e per il quale gli Amministratori ritengono ragionevole attendersi un esito positivo).

Sempre secondo quanto riportato nelle Relazioni, la Fusione consentirà inoltre a Recordati di fruire in via prospettica, senza alcun limite temporale, dell'ulteriore beneficio ACE, da calcolarsi per ogni esercizio sull'incremento di capitale rilevante trasferito dalle Società Incorporande. Tale beneficio è stato stimato in minori imposte per circa Euro 1,3 milioni su base annua (ad eccezione del primo anno di efficacia della Fusione in cui le minori imposte derivanti dal beneficio ACE saranno di circa Euro 1 milione).

Con riferimento alle modalità attuative della Fusione, nelle Relazioni gli Amministratori riferiscono che la scelta di procedere alla fusione inversa per incorporazione delle Società Incorporande in Recordati consente alla Società Incorporante di garantire la prosecuzione dei rapporti contrattuali attualmente in capo alla stessa nonché di mantenere lo *status* di società quotata, che altrimenti avrebbe perso in ipotesi di fusione di Recordati in Rossini Investimenti o Fimei.

Gli Amministratori evidenziano altresì che il profilo patrimoniale e reddituale dell'entità risultante dalla Fusione sarà sostanzialmente in linea con quello attuale di Recordati e, in particolare, la Fusione non altererà la posizione finanziaria netta e quindi la capacità di investimento di Recordati, né la strategia o politica di allocazione del suo capitale.

Le Relazioni degli Amministratori segnalano inoltre che, in data 1 ottobre 2020, le Società Partecipanti alla Fusione e Rossini Luxembourg hanno sottoscritto un *merger agreement* (il "Merger Agreement"), contenente certe dichiarazioni e garanzie prestate da Rossini Luxembourg con riferimento alle Società Incorporande (riguardanti, *inter alia*, le scritture contabili delle medesime, aspetti giuslavoristici e fiscali, l'assenza di contenziosi pendenti o minacciati per iscritto) e relativi obblighi di indennizzo in caso di inesattezza o non veridicità delle stesse.

Le situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quater del codice civile (le "Situazioni Patrimoniali") sono costituite:

- i) quanto alla Società Incorporante, dalla relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2020, redatta ai sensi dell'articolo 154-ter del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUIF"), approvata dal consiglio di amministrazione di Recordati in data 30 luglio 2020 e assoggettata a revisione contabile limitata da parte di EY SpA, e
- ii) quanto alle Società Incorporande, dalle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2020, redatte ai sensi dell'articolo 2501-quater del codice civile e approvate dai rispettivi consigli di amministrazione in data 11 settembre 2020 e non soggette a revisione contabile.

In considerazione del rapporto di controllo di diritto esistente tra Rossini Investimenti e Fimei e tra quest'ultima e Recordati, nonché della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi e per gli effetti del Regolamento CONSOB n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni ("Regolamento OPC") e delle procedure interne della Società Incorporante. Il Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità di Recordati (il "Comitato"), facente funzioni di comitato per le operazioni con parti correlate, è stato pertanto coinvolto nella fase istruttoria della Fusione, nonché nell'approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea straordinaria degli azionisti di Recordati. In data 28 settembre 2020 il Comitato ha espresso il proprio motivato parere favorevole in merito alla sussistenza dell'interesse di Recordati al compimento dell'Operazione, nonché circa la convenienza e la correttezza sostanziale dei termini e

delle condizioni della medesima Operazione, ai sensi del Regolamento CONSOB OPC e delle procedure interne della Società Incorporante.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori di Recordati, entrambe le Società Incorporande rivestono natura di *holding* e hanno come oggetto sociale sostanzialmente esclusivo l'assunzione, la detenzione, la gestione e la dismissione, in forma imprenditoriale e organizzata, della partecipazione (in via diretta o indiretta) in Recordati e nelle società affiliate di Recordati. La Fusione non comporterà quindi alcuna modifica della clausola dell'oggetto sociale che integri un cambiamento significativo dell'attività della Società Incorporante, né determinerà l'esclusione dalla quotazione di Recordati. Conseguentemente, gli Amministratori di Recordati riferiscono che agli azionisti della Società Incorporante che non concorreranno all'adozione della delibera di fusione non spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lettera a) o dell'articolo 2437-*quinquies* del codice civile, né ad alcun altro titolo.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione 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 arbitrietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

- i) il progetto di fusione redatto ai sensi dell'articolo 2501-*ter* del codice civile e approvato dai Consigli di Amministrazione in data 1 ottobre 2020 (il "Progetto di Fusione");
- ii) le Relazioni degli Amministratori delle Società approvate in data 1 ottobre 2020, redatte ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del codice civile e dell'articolo 70, comma 2, del Regolamento Emittenti;
- iii) l'estratto dei verbali del consiglio di amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, tenutisi in data 1 ottobre 2020, aventi ad oggetto l'approvazione del Progetto di Fusione;
- iv) "Fairness Opinion *in merito alla congruità del rapporto di cambio proposto nell'ambito della fusione inversa per incorporazione di Rossini Investimenti SpA e Fimei SpA in Recordati SpA nell'interesse del Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità di Recordati SpA*" (la "Fairness Opinion") predisposta dal Professor Pietro Mazzola di Partners SpA (l'"Advisor") in data 28 settembre 2020;

- v) *Merger Agreement* sottoscritto in data 1 ottobre 2020 tra Recordati, Rossini Investimenti, Fimei e Rossini Luxembourg;
- vi) gli statuti sociali di Recordati, Rossini Investimenti e Fimei;
- vii) lo statuto della società risultante dalla Fusione;
- viii) le Situazioni Patrimoniali di Recordati, Rossini Investimenti e di Fimei al 30 giugno 2020, ai sensi dell'art. 2501-quater del codice civile, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione rispettivamente in data 30 luglio 2020, quanto a Recordati, e in data 11 settembre 2020, quanto alle Società Incorporande;
- ix) la situazione patrimoniale ed economica consolidata al 30 settembre 2020 di Recordati, e i bilanci di verifica alla medesima data di Fimei e Rossini Investimenti;
- x) il bilancio di esercizio di Rossini Investimenti e di Fimei al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019;
- xi) bilancio d'esercizio e consolidato di Recordati al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019;
- xii) le presentazioni dello Studio Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners in data 15 giugno 2020 e in data 17 settembre 2020;
- xiii) il "Documento informativo relativo alle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate" approvato in data 1 ottobre 2020 ("Documento Informativo OPC") dal Consiglio di Amministrazione di Recordati con allegato il parere del Comitato facente funzioni di Comitato per le operazioni con parti correlate, in data 28 settembre 2020;
- xiv) l'istanza congiunta ex art. 2501 sexies del codice civile al Tribunale di Milano in data 26 agosto 2020 e relativa memoria integrativa in data 29 settembre 2020;
- xv) il decreto n. 8897/2020 dell'8 ottobre 2020 del Tribunale di Milano per la nomina di PwC quale esperto ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies, commi 3 e 4, del codice civile;
- xvi) "Rossini Investimenti and Fimei – Tax due diligence" predisposta da Facchini Rossi Michelutti Studio Legale Tributario in data 15 luglio 2020;
- xvii) il report relativo agli approfondimenti effettuati rispetto al *Tax Due Diligence Report* del 15 luglio 2020 e alle altre indicazioni fornite dallo studio legale tributario Facchini Rossi Michelutti e alla valutazione di adeguatezza e congruità delle garanzie prestate a Recordati nell'ambito del *Merger Agreement* predisposto dallo Studio McDermott Will & Emery in data 24 settembre 2020;
- xviii) il "Parere in merito a taluni profili fiscali della fusione per incorporazione di Rossini Investimenti SpA e Fimei SpA in Recordati Industria Chimica e Farmaceutica SpA" predisposto dallo Studio McDermott Will & Emery in data 24 settembre 2020;
- xix) "Memorandum su passività potenziali" predisposto dallo Studio Legale Gattai Minoli Agostinelli & Partners in data 20 luglio 2020 (e relativi allegati);

- xx) informazioni economiche storiche e prospettive relative ai costi di gestione legati all'attività di holding di Fimei e Rossini Investimenti;
- xi) ricerche di analisti finanziari relative a Recordati, messe a disposizione dall'*Advisor*;
- xii) dettagli relativi alle elaborazioni svolte in merito all'applicazione delle analisi dei prezzi di mercato, dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca e dei flussi attualizzati, messi a disposizione dall'*Advisor*.

Sono state prese in considerazione anche altre informazioni pubblicamente disponibili, tra le quali

- analisi di settore relative al settore farmaceutico;
- l'evoluzione dei corsi azionari su diversi orizzonti temporali, desunte da piattaforme professionali, per Recordati;
- i comunicati stampa relativi all'Operazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti di Recordati, Rossini Investimenti e Fimei in data 13 novembre 2020 che, per quanto a conoscenza degli Amministratori delle Società, 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 sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Il Rapporto di Cambio riportato nelle Relazioni degli Amministratori e l'approccio metodologico utilizzato per addivenire alla sua determinazione sono stati oggetto di specifica valutazione da parte del Comitato, supportato dall'*Advisor*.

L'*Advisor* ha emesso in data 28 settembre 2020 la propria *Fairness Opinion*, nella quale ha dichiarato che il Rapporto di Cambio, come individuato attraverso il metodo di calcolo sottoposto al Comitato, possa considerarsi congruo da un punto di vista finanziario. L'*Advisor* ha identificato inoltre i presupposti che renderebbero ugualmente congruo un eventuale diverso valore calcolato qualora il numero di azioni detenute da Fimei in Recordati alla data di efficacia dovesse essere diverso da quello al 30 giugno 2020.

Si precisa altresì che il consiglio di amministrazione della Società Incorporante, tenuto conto che il Comitato ha individuato, oltre ad un consulente legale, sia l'*Advisor* sia un esperto fiscale a supporto della propria attività istruttoria, ha ritenuto, anche in un'ottica di efficienza dei costi, di non attribuire a sua volta incarichi aventi il medesimo oggetto a diversi professionisti e ha verificato che le proprie attività valutative in relazione al Rapporto di Cambio stesso hanno condotto sostanzialmente alle medesime conclusioni dell'*Advisor* e dell'esperto fiscale identificati dal Comitato.

Pertanto, nel prosieguo del presente parere, i riferimenti alle Relazioni degli Amministratori devono intendersi comprensivi del contenuto della *Fairness Opinion* dell'*Advisor*, le cui conclusioni e approccio metodologico sono stati condivisi dagli Amministratori.

Secondo quanto rappresentato dagli Amministratori nelle Relazioni, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, è previsto che, anteriormente alla data di efficacia della Fusione,

- i) l'assemblea ordinaria di Fimei deliberi l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2020 e la distribuzione e il pagamento a favore di Rossini Investimenti e
- ii) l'assemblea ordinaria di Rossini Investimenti deliberi a sua volta l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2020 e la distribuzione e il pagamento a favore di Rossini Sàrl

di un importo di riserve pari all'eccedenza di liquidità risultante in capo a ciascuna delle Società Incorporande anteriormente al perfezionamento della Fusione, al netto di ogni onere, imposta e/o costo eventualmente dovuto o di qualsiasi debito gravante sulle Società Incorporande alla medesima data (l'"Eccedenza di Liquidità"), rimanendo inteso che, ai fini della determinazione dell'eccedenza di liquidità oggetto di distribuzione da parte di Rossini Investimenti, non si terrà conto di eventuali poste di attivo patrimoniale iscritte a fronte del beneficio ACE maturato in capo alla stessa.

A seguito di tali distribuzioni il valore dei patrimoni netti delle Società Incorporande verrà sostanzialmente a coincidere con il valore delle azioni ordinarie di Recordati detenute direttamente da Fimei e indirettamente da Rossini Investimenti (fatte salve eventuali poste di attivo patrimoniale iscritte da Rossini Investimenti a fronte del beneficio ACE).

Gli Amministratori riportano nelle Relazioni che, in considerazione della composizione dei patrimoni netti delle Società Partecipanti alla Fusione, e alla luce della prospettata distribuzione dell'Eccedenza di Liquidità, il Rapporto di Cambio è stato determinato come segue. A fronte dell'annullamento:

- i) delle n. 10.000.000 azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Fimei, tutte detenute da Rossini Investimenti, nonché
- ii) delle n. 82.550.000 azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Rossini Investimenti, tutte detenute da Rossini Sàrl,

saranno riassegnate alla stessa Rossini Sàrl tutte le n. 108.368.721 azioni ordinarie Recordati attualmente detenute da Fimei, ovvero quel diverso numero di azioni che sarà detenuto da Fimei nel capitale sociale di Recordati alla data di efficacia della Fusione, con mantenimento da parte dei soci terzi (ossia diversi da Rossini Sàrl a seguito della Fusione, nonché dalla stessa Recordati) delle azioni ordinarie di Recordati dai medesimi detenute prima della data di efficacia della Fusione. In altri termini, alla data delle Relazioni degli Amministratori sarebbero riassegnate a Rossini Sàrl 1.313 azioni Recordati per ogni azione Rossini Investimenti.

Alla luce di quanto precede, la Fusione non comporterà alcuna variazione del capitale sociale della Società Incorporante, né è previsto il pagamento di conguagli in denaro.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori, il Rapporto di Cambio così determinato:

- assume implicitamente, come già menzionato, che il valore delle Società Incorporande coincida con il valore della loro partecipazione in Recordati (fatte salve eventuali poste di attivo patrimoniale iscritte da Rossini Investimenti a fronte del beneficio ACE), calcolato come quota del valore attribuito a Recordati medesima;

- garantisce una stabilità degli assetti proprietari di Recordati, in quanto Rossini Luxembourg - società esercente, come anticipato, attività di direzione e coordinamento su tutte le Società Partecipanti alla Fusione - all'esito della Fusione, oltre a conservare il ruolo di socio di riferimento di Recordati, manterrà (sebbene per il tramite di un soggetto diverso) la medesima partecipazione indiretta al capitale sociale di Recordati detenuta prima della data di efficacia della Fusione.

Più nel dettaglio, nella propria *Fairness Opinion* l'*Advisor* riferisce che, coerentemente con quanto suggerito dalla dottrina e con quanto emerge dai comportamenti invalsi nella prassi nazionale ed internazionale, la scelta della metodologia da applicare ai fini dello svolgimento della valutazione richiesta è maturata a partire dalle finalità conoscitive assegnate alla valutazione, dai caratteri prevalenti delle società oggetto di valutazione e dal quadro informativo disponibile.

Nello specifico, la scelta dell'impostazione metodologica è stata effettuata dall'*Advisor* sulla base della consapevolezza che le valutazioni richieste sono finalizzate a verificare la congruità del Rapporto di Cambio, definito nell'ambito di un'operazione di fusione inversa tra una società operativa quotata e due *holding* di partecipazioni non quotate, caratterizzate da un integrale vincolo partecipativo, il cui principale *asset* è rappresentato dalla partecipazione detenuta (direttamente o indirettamente) nella società operativa.

Pertanto, secondo l'*Advisor*, la verifica richiesta a riguardo della congruità del Rapporto di Cambio presuppone e richiede lo sviluppo di un percorso valutativo volto a individuare, prima, valori omogenei e confrontabili delle società coinvolte nella Fusione e saggiare, poi, se il *range* dei rapporti di cambio ottenuto ponendo a confronto tali valori ricomprenda, e in qual modo, il Rapporto di Cambio proposto.

A tal fine, l'*Advisor*, nella propria *Fairness Opinion*, ha completato il seguente percorso metodologico:

- i) individuazione di un range di valori di Recordati mediante una pluralità di metodi coerenti con la sua natura di società operativa quotata presso la Borsa di Milano e individuazione del corrispondente range di valore per azione, al fine di fornire riscontri reciproci all'attendibilità delle singole valutazioni e del range di valori individuati;
- ii) conseguente individuazione, anche sulla scorta dei valori di Recordati, come sopra individuati, di un range di valori di Fimei e del corrispondente range di valore per azione. Tenuto conto della sua natura di holding di partecipazioni non quotate, il range di valori di Fimei è stato individuato mediante il ricorso al metodo del *Net Asset Value* ("NAV"), ossia il metodo analitico e patrimoniale che, secondo dottrina e prassi, meglio si presta a determinare il valore di una società così configurata. In base a tale metodo, il NAV di una *holding* viene determinato:
 - a) sommando algebricamente il valore corrente delle attività e delle passività operative, all'interno del quale, nel caso in esame, assume peso assolutamente predominante il valore della partecipazione in Recordati;
 - b) sottraendo dal valore così ottenuto il valore attuale dei costi operativi netti sostenuti dalla *holding* per lo svolgimento della sua attività (ossia dei costi non ricompresi nella valutazione analitica dei diversi elementi patrimoniali);
 - c) sottraendo ancora la posizione finanziaria netta della *holding*.

- iii) conseguente individuazione, anche sulla scorta dei valori di Fimei, come sopra individuati, di un range di valori di Rossini Investimenti e del corrispondente range di valore per azione. Tenuto conto della sua natura di holding di partecipazioni non quotata, anche nel caso di Rossini Investimenti, il range di valori è stato individuato mediante il ricorso al metodo del NAV, così come sopra dettagliato;
- iv) determinazione del range di rapporti di cambio risultante dai valori individuati ai punti precedenti, ossia il valore per azione di Recordati e il valore per azione di Rossini Investimenti;
- v) eventuale analisi di sensitività del rapporto di cambio individuato al variare di alcuni elementi rilevanti nelle valutazioni condotte;
- vi) valutazione della congruità del Rapporto di Cambio proposto rispetto alle risultanze del percorso valutativo così delineato.

Secondo quanto si legge nella *Fairness Opinion* dell'*Advisor*, l'*iter* in tal modo individuato ha trovato specifica applicazione nel caso di specie in funzione di due ulteriori rilevanti circostanze:

- i) della prevista distribuzione, antecedentemente alla data di efficacia della Fusione, dell'Eccedenza di Liquidità, nonché
- ii) dell'individuazione di un Rapporto di Cambio che assume che il valore delle Società Incorporande dopo tale distribuzione coincida con il valore della loro partecipazione detenuta (direttamente e indirettamente) in Recordati, calcolato come pro quota del valore attribuito a Recordati medesima.

L'*Advisor* ha dunque verificato l'esistenza di ulteriori elementi di pertinenza dei patrimoni di Fimei e di Rossini Investimenti (gli "Ulteriori Elementi") – diversi dal valore calcolato come pro quota della partecipazione in Recordati, valorizzato nel Rapporto di Cambio, e dal valore delle altre (ossia diverse dalla summenzionata partecipazione, diretta e indiretta, in Recordati) attività nette, iscritte nelle Situazioni Patrimoniali delle Società Incorporande al 30 giugno 2020, distribuite prima della Fusione (le "Altre Attività Nette") – il cui valore potrebbe modificare il NAV delle Società Incorporande rispetto a quello assunto come riferimento nella determinazione del Rapporto di Cambio.

In particolare, sempre da un punto di vista sostanziale, secondo quanto riportato nella *Fairness Opinion* dell'*Advisor*, la congruità del Rapporto di Cambio alla data assunta a riferimento potrà dirsi verificata se il valore del complesso degli Ulteriori Elementi assume valori prossimi allo zero o è individuato mediante un *range* di valori che ricomprende per appunto lo zero. Per valori maggiori di zero, il Rapporto di Cambio risulterà progressivamente favorevole agli azionisti di Recordati e, viceversa, per valori minori di zero, il Rapporto di Cambio risulterà progressivamente favorevole agli azionisti di Rossini Investimenti.

Quanto agli Ulteriori Elementi, l'*Advisor* ha individuato i seguenti:

- i) gli *holding costs*, non inclusi nel coacervo delle Altre Attività Nette e che, invece, devono essere considerati all'interno del metodo del NAV;
- ii) le eventuali attività/passività non iscritte nelle Situazioni Patrimoniali delle Società Incorporande al 30 giugno 2020 (tra le quali anche il beneficio ACE usufruibile da Recordati),

non incluse nel coacervo delle Altre Attività Nette (che considerano le sole poste iscritte in bilancio), ma anch'esse da computare ai fini della stima del NAV delle Società Incorporande, tenendo anche conto delle garanzie ricevute ai sensi del *Merger Agreement*;

- iii) l'eventuale considerazione di elementi (i.e. premio di controllo, sconto di *holding* ed effetti fiscali latenti) idonei a rettificare la valorizzazione delle Società Incorporande basata sul valore pro quota della partecipazione detenuta in Recordati.

Secondo quanto riportato dall'*Advisor* nella *Fairness Opinion* la questione valutativa sottostante all'Operazione implica, da un punto di vista teorico, lo sviluppo in sequenza della valutazione di Recordati e delle due Società Incorporande, con scelte idonee a garantire una relativa omogeneità dei valori per azione posti a confronto, e, quindi, il confronto tra i rapporti di cambio che emergono sulla base dei valori per azione di Rossini e di Recordati così ottenuti e il Rapporto di Cambio fissato per la Fusione.

Tale analisi si risolve, in termini sostanziali, nella verifica del valore complessivamente attribuibile, alla data di riferimento, agli Ulteriori Elementi (diversi dal valore pro-quota della partecipazione in Recordati posseduta dalle società Incorporande e dal valore delle Altre Attività Nette iscritte nei bilanci di queste ultime), valore implicitamente assunto pari a zero nella determinazione del Rapporto di Cambio.

Ciò posto, l'*Advisor* osserva in via preliminare che, nel caso di specie, l'obiettivo di conseguire e mantenere una certa omogeneità nella valutazione delle diverse società coinvolte nella Fusione è assicurato in via implicita e in termini sostanziali dalla composizione dei patrimoni delle Società Incorporande. Tenuto conto, infatti, della assoluta predominanza in questi ultimi del valore della partecipazione in Recordati, ne deriva che le scelte valutative adottate per la valutazione di Recordati vengono anche implicitamente recepite nella valutazione di Fimei e Rossini.

Quanto alle scelte applicative nella stima di Recordati, secondo quanto riportato dall'*Advisor* nella propria *Fairness Opinion*, come suggerito da dottrina e prassi, la valutazione di Recordati, società quotata, non può prescindere dalle quotazioni del suo titolo. A tal proposito, l'*Advisor* ha operato due principali scelte applicative: l'individuazione dell'intervallo temporale da assumere a riferimento per il calcolo delle medie e il ricorso a medie semplici o ponderate per i volumi scambiati.

Nel caso di specie, l'*Advisor* ha ritenuto di fare riferimento a medie di prezzo ponderate, in ragione della loro maggiore significatività rispetto alle medie semplici, e a intervalli temporali diversi privilegiando quelli che risultavano meno impattati dalla dinamica di natura straordinaria registratasi in occasione dell'iniziale diffusione della pandemia Covid-19.

Tenuto conto della base informativa disponibile, nonché delle condizioni di contesto, l'*Advisor* ha ritenuto, inoltre, di utilizzare a fini valutativi anche la valutazione di Recordati restituita dall'analisi dei *target price* contenuti in *equity report* disponibili e di pubblicazione non eccessivamente risalente (periodo maggio-agosto 2020). Come noto, tale metodo consente di avere un'indicazione del valore della società calcolato da esperti di mercato sulla base delle loro più recenti attese di andamento dei fondamentali della medesima società.

Alla luce di quanto si legge nella *Fairness Opinion*, così procedendo, è stato possibile individuare un *range* di valori del capitale economico di Recordati e di connessi valori per azione.

Per quanto riguarda invece le scelte applicative relative alla determinazione del NAV di Fimei e Rossini Investimenti, il valore dei patrimoni netti delle Incorporande considerati dall'*Advisor* è stato calcolato al netto degli impegni per dividendi come indicati nel Progetto di Fusione, nonché tenendo conto delle garanzie rilasciate da Rossini Luxembourg a fronte di taluni potenziali rischi di Fimei e della stessa Rossini Investimenti. Per effetto di tali circostanze, il valore dei patrimoni netti delle Società Incorporande coincide con la somma del valore della partecipazione in Recordati, detenuta direttamente o indirettamente, nonché di quello degli Ulteriori Elementi di pertinenza dei loro patrimoni.

Secondo quanto riportato dall'*Advisor* nella *Fairness Opinion*, alla luce della composizione dei patrimoni netti delle Società Incorporande, ossia del peso assolutamente predominante che la partecipazione in Recordati ha nel NAV di Fimei e Rossini Investimenti, le oscillazioni nel valore di Recordati hanno impatto marginale sul Rapporto di Cambio, dal momento che esse modificano non solo il valore per azione di Recordati, ma anche quello di Rossini Investimenti. Dette oscillazioni hanno impatto addirittura nullo nell'ipotesi implicitamente assunta nel Rapporto di Cambio proposto, ossia quella di un valore delle attività ulteriori di Fimei e Rossini pari a zero.

Per questa ragione, secondo l'*Advisor*, le scelte applicative di maggior rilievo ai fini della verifica della congruità del Rapporto di Cambio sono piuttosto quelle relative alla determinazione del valore degli Ulteriori Elementi.

A tal fine, per Fimei e per Rossini Investimenti, l'*Advisor* ha posto quattro questioni applicative a riguardo de:

- i) il trattamento degli *holding costs*, per la quota ricorrente, i quali, come già indicato, concorrono alla determinazione del NAV delle Società Incorporande;
- ii) l'eventuale considerazione e stima degli effetti connessi all'esistenza di un pacchetto di controllo di Recordati;
- iii) l'eventuale considerazione e stima degli effetti fiscali latenti derivanti dalla possibile differenza tra il valore di iscrizione della partecipazione e il valore attribuitogli in funzione della valorizzazione di Recordati;
- iv) l'eventuale considerazione e stima dell'impatto connesso alla natura di titolo di *holding* non quotato.

Oltre alle scelte applicative di cui sopra, nel caso di Rossini Investimenti, l'*Advisor* ha posto anche il tema dell'eventuale considerazione e valorizzazione del beneficio ACE, in prospettiva *stand alone*, sempre ai fini del calcolo del NAV di tale società.

Secondo quanto si legge nella *Fairness Opinion*, le scelte dell'*Advisor* ai fini della stima del valore degli Ulteriori Elementi e le principali ragioni che hanno condotto a tali scelte sono riepilogate di seguito:

- i) ai fini del calcolo del NAV di Fimei, gli Ulteriori Elementi sono stati così trattati dall'*Advisor*:
 - a) il valore degli *holding cost* è stato stimato, secondo prassi, attualizzando in perpetuità, ad un tasso rappresentativo del costo del capitale di Recordati, i costi di gestione ricorrenti di Fimei indicati dal *management* al netto del relativo beneficio fiscale;

- b) non è stato ritenuto opportuno applicare premi per il controllo al valore della partecipazione in Recordati, in coerenza con l'orientamento prevalente di dottrina e prassi in tema di valutazioni di fusione tra soggetti non indipendenti, né di considerare gli eventuali effetti fiscali latenti derivanti dalla possibile differenza tra il valore di iscrizione della partecipazione e il valore attribuitogli in funzione della valorizzazione di Recordati. Tali scelte riflettono l'ipotesi di continuità di gestione assunta a riferimento ed anche l'esigenza di evitare che, per effetto della loro considerazione, si producesse un improprio *double counting* di tali impatti, positivi nel caso dei premi e negativi nel caso degli effetti fiscali, in capo all'azionista di maggioranza;
 - c) sempre tenuto conto delle specifiche caratteristiche dell'operazione in esame, della composizione del patrimonio di Fimei e della scelta di tenere considerazione del valore attuale degli *holding costs* della società, non si è ritenuto opportuno applicare sconti di illiquidità né alla partecipazione in Recordati, né al capitale di Fimei;
- ii) ai fini del calcolo del NAV di Rossini Investimenti, gli Ulteriori Elementi sono stati così trattati dall'*Advisor*:
- a) il valore degli holding costs, coerentemente con le scelte applicative già impiegate per la stima del NAV di Fimei, è stato stimato, secondo prassi, attualizzando in perpetuità, ad un tasso rappresentativo del costo del capitale di Recordati, i costi di gestione ricorrenti di Rossini Investimenti indicati dal management al netto del relativo beneficio fiscale;
 - b) sono state fatte scelte analoghe a quelle adottate per Fimei con riguardo all'eventuale applicazione di premi per il controllo alla partecipazione indirettamente detenuta in Recordati, al calcolo di eventuali effetti fiscali latenti sulla partecipazione in Fimei e all'eventuale applicazione di sconti di illiquidità;
 - c) quanto, infine, al valore del beneficio fiscale ACE di Rossini Investimenti - in considerazione della trasferibilità a Recordati che è stata assunta dall'*Advisor* - lo stesso è stato stimato in logica stand alone, ossia in funzione della capacità prospettica di Rossini di ottenere risparmi d'imposta sui flussi attesi di dividendo. Ai fini di tale stima, si è ipotizzata una sostanziale costanza sia del flusso di dividendi attesi, riscontrando tale ipotesi con le stime degli analisti che coprono il titolo Recordati, che delle aliquote fiscali applicabili, ottenendo poi un range di valori attraverso diverse ipotesi di impiego di tale beneficio ai fini del calcolo del rapporto di cambio, qualificate anche in termini di numero di anni necessari alla medesima Rossini per ottenere quel beneficio in logica *stand alone*. I valori così ottenuti, concorrendo a coprire i costi di *holding* ai fini della determinazione del concambio, sono da dedurre dal beneficio ACE trasferito a vantaggio di Recordati.

Secondo quanto riportato nella *Fairness Opinion*, le cui conclusioni e approccio metodologico sono stati condivisi dagli Amministratori, la stima si risolve nel confronto tra il valore negativo degli holding costs di Fimei e Rossini Investimenti e il valore positivo del beneficio ACE utilizzato in capo a Rossini, dato che il Rapporto di Cambio:

- può dirsi congruo nel caso in cui la somma algebrica dei due valori sia pari a zero o individui un *range* che ricomprenda lo zero;

- può dirsi favorevole agli azionisti di minoranza di Recordati nel caso di valori progressivamente maggiori di zero e viceversa.

Sulla scorta delle scelte applicative come in precedenza descritte, l'*Advisor* ha evidenziato che, alla data di riferimento, la somma algebrica dei due valori diventa positiva in ipotesi di impiego di una quota prossima al 50% del valore, stimato per Rossini Investimenti in una logica *stand alone*, del beneficio ACE maturato, che si raggiungerebbe al quinto anno di suo utilizzo.

Inoltre, l'*Advisor* riferisce che dalle analisi condotte facendo variare il valore sia degli *holding cost* sia della quota di utilizzo del beneficio ACE maturato emerge come il rapporto di cambio risulti poco sensibile a variazioni del valore, come anche risulta dal *range* riportato alla tabella che segue.

€/mln	Scenario		
	Minimo	Base	Massimo
Prezzo per azione Recordati (€) (media ponderata a 1 mese)		45,1	
Valore attuale dei costi di holding	(5,3)	(4,4)	(4,4)
Valore attuale beneficio ACE	3,0	4,4	9,1
Valore partecipazione Recordati		4.884,3	
NAV di Rossini	4.881,9	4.884,3	4.888,9
Nº Azioni Rossini (#/mln)		82,6	
NAV per azione Rossini (€)	59,1	59,2	59,2
Rapporto di cambio	1,312	1,313	1,314

In particolare, il *range* compreso tra 1,312 e 1,314 è stato individuato:

- facendo variare i costi di *holding* tra un valore massimo (utilizzato nello scenario di rapporto di cambio minimo) ottenuto considerandoli comprensivi della *commitment fee* per una linea di credito *revolving* non utilizzata, per il quinquennio di durata del contratto, e un minimo (utilizzato nello scenario di rapporto di cambio massimo) in cui tale *commitment fee* non è stata considerata;
- assumendo, in sede di calcolo del rapporto di cambio, l'impiego in capo a Rossini di una quota del valore del beneficio ACE maturato in una misura che varia da un minimo del 33% circa (percentuale accolta nello scenario rapporto di cambio minimo), che si raggiungerebbe al terzo anno di suo utilizzo da parte di Rossini Investimenti, e massimo del 100% (percentuale accolta nello scenario rapporto di cambio massimo), che si raggiungerebbe all'undicesimo anno di suo utilizzo da parte di Rossini Investimenti.

All'esito dell'attività sopra descritta, l'*Advisor* è pervenuto a individuare un intervallo di rapporti di cambio estremamente ristretto (i.e. con una oscillazione compresa tra il +/- 0,1% circa rispetto al valore centrale), compreso tra 1,312, ossia il valore ottenuto nello scenario di minima valorizzazione di Rossini, e 1,314, ossia il valore ottenuto nello scenario di massima valorizzazione di Rossini Investimenti. Tale intervallo configura una serie di rapporti di cambio ottenuti valorizzando in varia

misura gli Ulteriori Elementi, in particolare il valore degli *holding cost* e la quota del beneficio ACE maturato impiegata ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio.

Inoltre, l'*Advisor* ha verificato che, alla data di riferimento, l'uguaglianza tra il valore negativo degli *holding cost* e il valore positivo del beneficio ACE maturato dovrebbe essere raggiunta nell'ipotesi, giudicata ragionevole sulla scorta delle informazioni acquisite, di utilizzo da parte di Rossini Investimenti del 50% circa del valore, in logica *stand alone*, di tale beneficio, calcolato sulla scorta di un flusso di dividendi annuale di circa Euro 100 milioni.

Considerato l'intervallo di valori individuato mediante le analisi condotte in merito alla valorizzazione degli Ulteriori Elementi, tenuto conto che il Rapporto di Cambio si colloca all'interno di tale intervallo, tenuto altresì conto della ragionevolezza dell'ipotesi a riguardo del periodo necessario per assicurare la congruità del Rapporto di Cambio, considerata anche l'esistenza di ulteriori benefici netti conseguibili, per tale Rapporto di Cambio, dagli azionisti Recordati, l'*Advisor* ha concluso che il Rapporto di Cambio alla data di riferimento del 30 giugno 2020, come individuato attraverso il metodo di calcolo sottoposto, possa considerarsi congruo da un punto di vista finanziario.

Alla luce di quanto riportato nella *Fairness Opinion*, l'*Advisor* riferisce altresì che il valore assunto dal Rapporto di Cambio potrebbe modificarsi in funzione del numero di azioni Recordati che sarà detenuto da Fimei alla data di efficacia della medesima Fusione. In tale circostanza, l'*Advisor* sottolinea che la congruità del valore individuato per il Rapporto di Cambio, in termini sostanziali, potrà dirsi riscontrata, da un punto di vista finanziario e nella prospettiva degli azionisti di Recordati, se, ferme restando tutte le altre circostanze richiamate nella *Fairness Opinion*, anche in quella sede il valore degli Ulteriori Elementi dovesse risultare pari a, o maggiore di, zero.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

Alla luce di quanto riportato nelle Relazioni, le valutazioni alle quali i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione sono pervenuti per la determinazione del Rapporto di Cambio devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà valutative, tipiche in questo ambito di analisi, e degli assunti sottesi al lavoro svolto. In particolare:

- i) tenuto conto della diversa natura e delle diverse caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione, è stato preliminarmente necessario sviluppare un percorso valutativo volto a individuare valori omogenei e confrontabili delle Società Partecipanti alla Fusione stesse;
- ii) nella determinazione del Rapporto di Cambio si è altresì assunto che non vi siano ulteriori elementi di pertinenza dei patrimoni di Fimei e di Rossini Investimenti diversi dal valore pro quota della partecipazione in Recordati e dall'Eccedenza di Liquidità, distribuita prima della data di efficacia della Fusione;
- iii) tutte le valutazioni sono state assunte in ipotesi di continuità aziendale e assumendo che non vi siano fatti o circostanze non conosciuti dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione tali da modificare le conclusioni raggiunte.

7. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

In considerazione della composizione dei patrimoni netti delle Società Partecipanti alla Fusione, e alla luce della distribuzione dell'Eccedenza di Liquidità, il Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori come di seguito illustrato.

A fronte dell'annullamento:

- i) delle n. 10.000.000 azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Fimei, tutte detenute da Rossini Investimenti, nonché
- ii) delle n. 82.550.000 azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Rossini Investimenti, tutte detenute da Rossini Sàrl,

saranno riassegnate alla stessa Rossini Sàrl tutte le n. 108.368.721 azioni ordinarie Recordati detenute da Fimei - ovvero quel diverso numero di azioni che sarà detenuto da Fimei nel capitale sociale di Recordati alla data di efficacia della Fusione - con mantenimento da parte dei soci terzi (ossia diversi da Rossini Sàrl a seguito della Fusione, nonché dalla stessa Società Incorporante) delle azioni ordinarie di Recordati dai medesimi detenute prima della data di efficacia della Fusione.

In altri termini, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, a Rossini Sàrl sarebbero riassegnate 1.313 azioni Recordati per ogni azione Rossini Investimenti. Non sono inoltre previsti conguagli in denaro.

8. LAVORO SVOLTO

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo letto criticamente le Relazioni degli Amministratori e la *Fairness Opinion* nonché l'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, così come indicata al precedente paragrafo 4.

In relazione alle Situazioni Patrimoniali, sono state da noi effettuate talune analisi, anche tramite incontri e discussioni con le direzioni delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché con le società di revisione EY SpA e KPMG SpA, revisori legali di Recordati rispettivamente per l'esercizio 2020 e per l'esercizio 2019, volte a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché una discussione critica degli ammontari in esse esposti.

Abbiamo raccolto, specificatamente attraverso discussione con le direzioni delle Società Partecipanti alla Fusione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

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

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

- discusso con la direzione di Recordati, con gli Amministratori delle Società Incorporande 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, motivate e non arbitrarie;

- analizzato e verificato 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 Partecipanti alla Fusione;
- approfondito e discusso le motivazioni fornite dagli Amministratori riguardanti la scelta dei metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminato e verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- in relazione ai prezzi di mercato delle azioni Recordati, quotata sul Mercato Telematico Azionario, chiarito con l'*Advisor* i razionali del calcolo delle medie ponderate sulla base dei volumi scambiati, riscontrandole con i prezzi di borsa ed esaminando la correttezza matematica dei calcoli. Abbiamo inoltre rilevato ulteriori informazioni quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante e volumi medi giornalieri;
- ottenuto un elenco dei prezzi obiettivo (*target price*) per le azioni Recordati, così come riportati in alcune ricerche di analisti finanziari, nonché ottenuto copia delle relative ricerche, con le quali abbiamo riscontrato il valore dei prezzi obiettivo;
- in relazione agli Ulteriori Elementi considerati nell'ambito del metodo del NAV applicato a Fimei e Rossini Investimenti, discusso con la direzione di Recordati, con gli Amministratori delle Società Incorporande e con l'*Advisor* i criteri utilizzati per lo sviluppo delle proiezioni sottostanti e i loro razionali, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi a ogni dato di natura previsionale e, infine, esaminato la correttezza matematica dei calcoli alla base dei procedimenti di attualizzazione applicati per finalità valutative;
- ripercorso e verificato le analisi svolte dall'*Advisor*, nonché sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, con l'obiettivo di riscontrare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio elaborato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dall'*Advisor*;
- ricevuto formale attestazione dai legali rappresentanti delle Società Partecipanti alla Fusione sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione tali da comportare la necessità di apportare aggiornamenti alle valutazioni predisposte dagli Amministratori.

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

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi alle Società Partecipanti alla Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione, privilegiando la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

La *Fairness Opinion* predisposta dall'*Advisor*, le cui conclusioni e approccio metodologico sono stati condivisi dagli Amministratori, descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche effettuate e il processo logico seguito per addivenire alla determinazione del Rapporto di Cambio.

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

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dall'*Advisor* risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Recordati, Fimei e Rossini Investimenti è stata effettuata per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando criteri comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale quali metodologie principali o forme di controllo;
- nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, l'*Advisor* ha opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita;
- nel caso di specie, l'*Advisor* ha ritenuto di utilizzare per Recordati primariamente l'analisi dei prezzi di mercato, altresì sviluppando l'analisi dei prezzi obiettivo in maniera tale da ottenere anche una indicazione del valore della Società Incorporante calcolata da esperti di mercato sulla base delle loro più recenti attese di andamento dei fondamentali della medesima società;
- la scelta dell'*Advisor* di adottare, ai fini delle proprie valutazioni, sia criteri di mercato (quali l'analisi dei prezzi di borsa e i *target price* degli analisti di ricerca), sia criteri economico-analitici, attraverso il metodo di calcolo del Valore Attuale Netto per la stima degli Ulteriori Elementi, appare in linea con la migliore dottrina. I metodi di mercato e quelli di tipo analitico in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti e osservatori internazionali;

- le valutazioni elaborate dall'*Advisor* sono state condotte considerando le Società Partecipanti alla Fusione come entità separate su base c.d. “*stand-alone*”, in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future di Recordati, Fimei e Rossini Investimenti senza tenere conto degli eventuali impatti economici e finanziari della Fusione stessa e delle sinergie con essa conseguibili, comprese le efficienze in termini di costi e risparmi, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tale scelta risulta appropriata e in linea con l’orientamento consolidato della migliore dottrina aziendaleistica e con la prassi applicata in tale tipologia di operazioni;
- il riferimento all’analisi dei prezzi di mercato individuato dall’*Advisor* ai fini della valutazione di Recordati è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante approccio della prassi professionale, essendo Recordati una società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate: i prezzi di borsa esprimono infatti, di regola, in un mercato efficiente, 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 tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e l’arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generino fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative. Le determinazioni e l’approccio metodologico seguito dall’*Advisor* sono stati da noi esaminati, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a nostra disposizione, e risultano, nelle circostanze, appropriati da un punto di vista tecnico e ragionevoli;
- nell’applicazione nel caso di specie dell’analisi dei prezzi di mercato sono stati utilizzati dall’*Advisor* valori rilevati su un intervallo temporale pari a un mese. Tenuto anche conto delle caratteristiche dell’Operazione, la scelta di fare riferimento a una media dei valori di borsa registrata in un orizzonte temporale antecedente la data del Consiglio di Amministrazione del 1 ottobre 2020 che ha reso pubblica la decisione di avviare l’Operazione e, pertanto, non condizionato dagli effetti dell’annuncio medesimo, risulta ragionevole e in linea con la prassi;
- la scelta dell’*Advisor* di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina espressasi sul tema. Con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni, l’*Advisor* ha deciso di utilizzare medie ponderate in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formatisi a fronte di maggiori volumi di negoziazione: anche tale scelta appare dunque ragionevole;
- i prezzi obiettivo degli analisti di ricerca, anch’essi utilizzati dall’*Advisor* ai fini della valutazione di Recordati, sono stime di prezzi che si potranno formare sul mercato in un predefinito orizzonte temporale, al verificarsi di certi eventi o alla condivisione da parte di altri partecipanti al mercato di talune *assumption* che non sono apprezzate nei prezzi correnti. Tali stime rappresentano il risultato sintetico dell’applicazione di molteplici metodologie valutative da parte di una pluralità di soggetti, configurando, sotto il profilo teorico, un’indicazione di valore

potenziale. Tale approccio è riscontrabile nella prassi valutativa, anche di operazioni di fusione, e pertanto la scelta in ordine al suo utilizzo risulta nelle circostanze ragionevole;

- la valutazione del capitale economico delle Società Incorporande è stata effettuata dall'*Advisor* utilizzando un approccio patrimoniale attraverso la stima del NAV. Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di *holding* di partecipazioni. Conseguentemente la scelta risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;
- nel caso di specie, il NAV di Fimei e di Rossini Investimenti è stato valutato sul presupposto che, antecedentemente alla data di efficacia della Fusione, entrambe le Società Incorporande distribuiscono l'Eccedenza di Liquidità, rendendo così i valori dei patrimoni netti delle due controllanti sostanzialmente coincidente con il valore delle azioni Recordati detenute direttamente (da Fimei) e indirettamente (da Rossini Investimenti). Tenuto conto di tale presupposto, l'attività dell'*Advisor*, è nella sostanza consistita nella verifica e nella stima degli Ulteriori Elementi di pertinenza dei patrimoni di Fimei e di Rossini e della loro eventuale idoneità a modificare il NAV delle Società Incorporande. A tal fine, la *Fairness Opinion* riporta le scelte applicative seguite dall'*Advisor* per la determinazione degli Ulteriori Elementi da considerare ai fini valutativi, confrontando nello specifico il valore negativo degli *holding costs* di Fimei e di Rossini Investimenti e il valore positivo del beneficio ACE in capo a Rossini Investimenti;
- in relazione al valore degli *holding costs* di Fimei e Rossini Investimenti e del beneficio ACE di Rossini Investimenti, l'*Advisor* ha sviluppato la metodologia di calcolo del VAN (Valore Attuale Netto o *Net Present Value*), che risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e si basa sui flussi prospettici, *driver* di valore riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Tale metodologia di calcolo è stata sviluppata dall'*Advisor* determinando, in relazione agli Ulteriori Elementi, il valore degli *holding costs* di Fimei e Rossini Investimenti, nonché il beneficio ACE in capo a Rossini Investimenti, attraverso l'attualizzazione dei relativi flussi, utilizzando come riferimento le proiezioni *stand-alone* sviluppate dall'*Advisor* in funzione delle indicazioni ricevute dalle Società Incorporande. Tali flussi prospettici sono stati attualizzati a un unico tasso di sconto, che è stato derivato dai tassi WACC di Recordati riportati dagli analisti finanziari nelle loro ricerche ed è stato ritenuto rappresentativo della rischiosità operativa della società in questione. Nella *Fairness Opinion* vengono sinteticamente riportate dall'*Advisor* alcune delle scelte effettuate per la concreta applicazione del calcolo del *Net Present Value* dei costi di *holding* e del beneficio ACE e i parametri utilizzati. L'approccio metodologico seguito è stato da noi esaminato, anche sulla base della documentazione di dettaglio fornita, e risulta, nelle circostanze, adeguato da un punto di vista tecnico e ragionevole;
- l'*Advisor* ha inoltre svolto delle analisi di sensitività facendo variare il valore sia degli *holding cost* sia della quota di utilizzo del beneficio ACE, all'esito delle quali è emerso come il Rapporto di Cambio risulti poco sensibile a variazioni del valore. Anche sotto tale profilo l'approccio metodologico adottato è stato da noi ripercorso e appare ragionevole e non arbitrario;
- le analisi di sensitività che abbiamo a nostra volta elaborato per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro

applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi;

- sulla base degli intervalli risultanti dall'applicazione delle diverse metodologie sviluppate, gli Amministratori hanno provveduto a definire, adottando il criterio di calcolo proposto, il valore del Rapporto di Cambio, che è funzione del numero di azioni di Recordati detenute da Fimei. Poiché alla data del 30 giugno 2020 le azioni Recordati possedute da Fimei erano pari a n. 108.368.721, il Rapporto di Cambio individuato a tale data risulta pari a 1,313 azioni Recordati per ogni azione Rossini Investimenti.

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

- i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
- a) le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle analisi dei prezzi di mercato e il metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale e al diffondersi su scala planetaria della pandemia legata al Covid-19. A 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;
 - b) le determinazioni dei NAV delle Società Incorporande elaborate dall'*Advisor* si fondano in parte sul calcolo del Valore Attuale Netto (*Net Present Value*) relativamente a specifiche previsioni economico-finanziarie riconducibili a talune componenti (nello specifico, *holding costs* di Fimei e di Rossini Investimenti e beneficio ACE di Rossini Investimenti). Al riguardo, occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che non necessariamente si verificheranno. Deve inoltre essere sottolineato che i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, del *framework* fiscale, dell'ambito regolatorio e dello scenario macroeconomico. Va ancora 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.
- ii) Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:

- a) le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli delle scelte valutative effettuate. Tali elementi e dettagli sono riportati nella *Fairness Opinion* dell'*Advisor*, di cui gli Amministratori hanno condiviso le conclusioni e l'approccio metodologico, e sono stati comunque messi a nostra disposizione dall'*Advisor* e dagli Amministratori nella documentazione da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro;
- b) gli Amministratori segnalano nelle loro Relazioni che, nell'ambito del *Merger Agreement*, Rossini Luxembourg ha prestato certe dichiarazioni e garanzie con riferimento alle Società Incorporande e relativi obblighi di indennizzo in caso di inesattezza o non-veridicità delle stesse. Più precisamente, secondo quanto riportato nel Documento Informativo OPC pubblicato da Recordati, il *Merger Agreement* prevede tra l'altro: a) certe obbligazioni a carico di Rossini Luxembourg relativamente al periodo antecedente la data di efficacia della Fusione, tra cui, in particolare, l'impegno a far sì che Rossini Investimenti e Fimei si astengano da qualsiasi azione che possa rendere il Rapporto di Cambio, come previsto dal Progetto di Fusione, non congruo (inclusa, senza limitazione, l'assunzione di indebitamento finanziario, salvo che quest'ultimo venga interamente ripagato prima della data di efficacia della Fusione); b) la prestazione, da parte di Rossini Luxembourg, di certe dichiarazioni e garanzie (nonché l'assunzione dei connessi obblighi di indennizzo in caso di inesattezza o non veridicità delle stesse) riguardanti *inter alia*: i) il fatto che Rossini Investimenti non ha e non ha mai avuto alcun dipendente e che, alla data del Progetto di Fusione, Fimei non ha alcun dipendente e, in relazione ai precedenti dipendenti e collaboratori, Fimei non ha e non avrà alcun debito o passività potenziale; ii) il fatto che Fimei e Rossini Investimenti hanno regolarmente presentato tutte le dichiarazioni fiscali e pagato tutte le imposte dovute; iii) la conformità ai principi contabili dei bilanci di Fimei e Rossini Investimenti al 31 dicembre 2019 e al 31 dicembre 2020, delle situazioni patrimoniali delle stesse al 30 giugno 2020 e delle situazioni patrimoniali di chiusura di Fimei e Rossini Investimenti al 31 marzo 2021; iv) il fatto che, alla data di sottoscrizione del *Merger Agreement*, le Società Incorporande non sono parti di alcun contenzioso pendente o minacciato per iscritto; v) l'assenza di passività anche potenziali connesse all'acquisizione di Recordati da parte di Rossini Investimenti tramite l'acquisizione dell'intero capitale sociale di Fimei;
- c) esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'Operazione, i relativi adempimenti (anche legali, fiscali e contabili), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa;
- d) gli Amministratori riferiscono inoltre che il perfezionamento della Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle assemblee straordinarie delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell'articolo 2502 del codice civile, al verificarsi delle, ovvero (ove consentito) alla rinuncia alle, condizioni indicate al par. 12 del Progetto di Fusione, tra cui il mancato verificarsi, entro la data di efficacia della Fusione, di uno o più eventi o circostanze che producano un effetto negativo sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività e/o sui risultati gestionali delle Società Partecipanti alla Fusione, rilevante e comunque tale da alterare il profilo di rischio o le valutazioni poste a base della determinazione del Rapporto di Cambio.

iii) Si sottolineano infine i seguenti presupposti del presente parere:

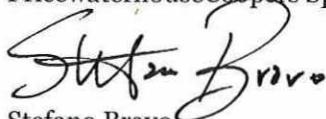
- a) le Relazioni degli Amministratori riferiscono che la determinazione del Rapporto di Cambio presuppone che le assemblee ordinarie di Fimei e di Rossini Investimenti deliberino, oltre all'approvazione dei relativi bilanci di esercizio al 31 dicembre 2020, la distribuzione e il pagamento, a favore rispettivamente di Rossini Investimenti e di Rossini Sàrl, dell'Eccedenza di Liquidità risultante in capo a ciascuna delle Società Incorporande anteriormente al perfezionamento dell'Operazione. L'individuazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori assume dunque che il valore delle Società Incorporande dopo la distribuzione dell'Eccedenza di Liquidità coincida con il valore della partecipazione detenuta (direttamente e indirettamente) in Recordati, calcolato come *pro quota* del valore attribuito a Recordati medesima. Il presente parere di congruità si basa sul medesimo presupposto;
- b) l'*Advisor*, le cui conclusioni e approccio metodologico sono stati condivisi dagli Amministratori, ha inoltre verificato l'esistenza degli Ulteriori Elementi il cui valore potrebbe modificare il NAV di Fimei e/o di Rossini Investimenti, concludendo che il Rapporto di Cambio può dirsi congruo in quanto il valore del complesso dei richiamati Ulteriori Elementi sia pari a zero o individui un *range* che ricomprenda lo zero: le nostre considerazioni in ordine alla ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze delle metodologie utilizzate dall'*Advisor* per l'applicazione della metodologia del NAV attraverso la stima degli Ulteriori Elementi, nonché in ordine alla loro corretta applicazione, sono riportate al paragrafo 9 che precede. Come ricordato al paragrafo 7 che precede, peraltro, il Rapporto di Cambio, allo stato determinato sulla base dell'attuale numero di azioni Recordati detenute da Fimei, potrebbe subire modificazioni qualora cambiasse il numero di azioni Recordati in capo a Fimei alla data di efficacia della Fusione. Al riguardo, l'*Advisor* ha concluso che il Rapporto di Cambio risulterebbe comunque congruo anche alla data di efficacia della Fusione sul presupposto che, ferme restando le altre circostanze richiamate nella *Fairness Opinion*, il valore degli Ulteriori Elementi permanga sostanzialmente pari allo zero. Fermo quanto indicato al precedente punto *sub ii) d)*, il presente parere di congruità si basa sul medesimo presupposto.

11 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10 e, in particolare, i presupposti di cui al punto *iii*), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Recordati SpA, Fimei SpA e Rossini Investimenti SpA siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Milano, 13 novembre 2020

PricewaterhouseCoopers SpA



Stefano Bravo
(Revisore legale)