



TOD'S SPA

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO
DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO
DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE
AI SENSI DELL'ART. 2441 SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE,
E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, DLGS 58/98**

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, DLGS 58/98

Agli Azionisti di
Tod's SpA

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del DLgs 58/98 (il "TUF"), abbiamo ricevuto dalla società Tod's SpA ("Tod's" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 22 novembre 2015 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori" o anche solo "la Relazione") che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritto nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento di capitale sociale di Tod's (di seguito "l'Aumento di Capitale") mediante emissione di n. 2.484.138 azioni ordinarie, con godimento regolare ed aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile. Le azioni di nuova emissione (le "Nuove Azioni") saranno destinate alla sottoscrizione, entro il 31 marzo 2016, da parte di Gousson Consultadoria e Marketing Srl ("Gousson"), parte correlata di Tod's.

La proposta dell'Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 13 gennaio 2016 in prima convocazione.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce il presente parere, il Consiglio di Amministrazione di Tod's si è avvalso dell'attività di supporto di Unicredit, in qualità di Advisor finanziario (di seguito "l'Advisor" o "Unicredit"). L'Advisor ha svolto delle analisi sui prezzi di borsa del titolo Tod's e sui *target price* delle azioni Tod's espressi dagli analisti finanziari successivamente all'annuncio dei risultati della Società relativi al 30 settembre 2015. In aggiunta, il Comitato Amministratori Indipendenti ("CAI") di Tod's si è avvalso della *fairness opinion* rilasciata da Citigroup Global Markets Limited ("Citigroup") in data 21 novembre 2015, in qualità di advisor finanziario, finalizzata anche alla determinazione del valore economico delle azioni di Tod's nel contesto del predetto Aumento di Capitale.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione legale dei bilanci di Tod's ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere il nostro parere ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUF.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

2.1 Premessa

L'Aumento di Capitale si inserisce nell'ambito di un'operazione più ampia tra le parti correlate Tod's, Gousson, Partecipazioni Internazionali Srl ("Partecipazioni Internazionali") e Roger Vivier France Sas ("RV France") che si compone dei seguenti passaggi funzionalmente legati (nel complesso l'"Operazione"):

- i) la compravendita da Gousson del marchio Roger Vivier (il "Marchio") attraverso la controllata totalitaria Partecipazioni Internazionali, soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Tod's;
- ii) la compravendita da parte della controllata RV France dell'intero capitale sociale (la "Partecipazione") di Roger Vivier Paris Sas ("RV Paris"), società di diritto francese che gestisce il negozio Roger Vivier di Parigi (Rue du Faubourg Saint-Honoré, 29) detenuta da Gousson;
- iii) l'Aumento di Capitale.

Roger Vivier è un marchio acquistato da Gousson nel 2000 e concesso in licenza a Tod's dal 2001 mentre il negozio di Parigi rappresenta il primo monomarca del Marchio aperto da RV Paris nel 2003.

A fronte dell'acquisto del Marchio e della Partecipazione i corrispettivi previsti per Gousson sono pari rispettivamente a Euro 415.000.000, oltre l'IVA, ed Euro 20.000.000, comprensivo quest'ultimo di una posizione finanziaria netta positiva di almeno Euro 2.500.000,00. Nell'ambito dell'Operazione, la Società ha nominato un esperto indipendente, Professor Riccardo Perotta, per il rilascio di una relazione sulla valutazione del Marchio e della Partecipazione.

Come regolamentato dall'accordo quadro ("Accordo Quadro") stipulato in data 22 novembre 2015 ("Data di Sottoscrizione") tra Gousson, Partecipazioni Internazionali, RV France e Tod's, per quanto attiene specificamente all'Aumento di Capitale, si osserva che:

- i) il reinvestimento da parte di Gousson di una porzione significativa del corrispettivo per l'acquisizione del Marchio in azioni Tod's ha rappresentato uno degli elementi essenziali emersi dalle negoziazioni intercorse tra le parti coinvolte nell'Operazione;
- ii) la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale consente a Tod's di contenere gli effetti dell'Operazione sulla propria posizione finanziaria netta.

2.2 Motivazioni alla base della esclusione del diritto di opzione

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che le motivazioni per l'esclusione del diritto di opzione a favore di Gousson risiedano nel più ampio contesto e nelle finalità dell'Operazione, con la quale Tod's si assicura in via definitiva la titolarità del Marchio, eliminando le incertezze proprie di qualunque contratto di licenza. Ciò premesso, il Consiglio di Amministrazione ritiene che la struttura proposta sia

quella più idonea a raggiungere gli obiettivi dell'Operazione, in quanto:

- i) un aumento di capitale senza esclusione del diritto di opzione non avrebbe consentito a Gousson di reinvestire (direttamente o indirettamente) in azioni Tod's una quota significativa del corrispettivo, elemento essenziale questo dell'Operazione stessa come riportato nel precedente paragrafo;
- ii) strutture diverse, quali ad esempio un conferimento in natura in Tod's, non avrebbero consentito la razionale allocazione dei beni oggetto di acquisizione nell'ambito del Gruppo, con la necessità di effettuare, poi, eventuali trasferimenti con un aggravio di oneri per la Società;
- iii) conferimenti in società diverse da Tod's non sono stati ritenuti accettabili da Gousson, che avrebbe ricevuto titoli non quotati e, in aggiunta, non avrebbero consentito a Tod's di eliminare la condivisione della proprietà del Marchio, e dei risultati direttamente originati dalla medesima, con una parte correlata.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Per la natura e la finalità del presente parere, la proposta di Aumento di Capitale di cui al precedente Paragrafo 1, si inquadra nel disposto normativo di cui all'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e pertanto nella fattispecie di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alla metodologia adottata dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini dell'Aumento di Capitale a favore di Gousson.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i criteri seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, né una analisi delle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'Operazione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti ritenuti utili nella fattispecie ed effettuato colloqui con la Direzione della stessa. In particolare, abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- bilancio separato e consolidato della Società al 31 dicembre 2014, da noi sottoposti a revisione contabile;
- Relazione degli Amministratori come definita al precedente paragrafo 1;
- Accordo Quadro stipulato in data 22 novembre 2015 tra Gousson, Partecipazioni Internazionali, RV France e Tod's;
- Documento informativo relativo all'operazione di acquisizione da parte di Tod's e società controllate da Tod's del marchio Roger Vivier e della società Roger Vivier Paris Sas dalla correlata Gousson - Consultadoria e Marketing Srl e al connesso aumento di capitale di Tod's riservato alla stessa Gousson - Consultadoria e Marketing Srl ("Documento Informativo");
- andamento dei prezzi delle azioni ordinarie di Tod's, registrati il 20 novembre 2015 (ultimo giorno di trattazione del titolo prima dell'annuncio dell'Operazione) e con riferimento sia all'orizzonte di osservazione definito dagli Amministratori (dal 21 maggio 2015 al 20 novembre 2015), sia al periodo successivo fino alla data del 14 dicembre 2015;
- brokers report emessi dai principali analisti finanziari tra il 27 ottobre 2015 e il 14 dicembre 2015;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, e ulteriori informazioni ritenute utili ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 21 dicembre 2015 che, per quanto a conoscenza della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o 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.

5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ambito dell'Operazione proposta che, come più volte ricordato, ricomprende l'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, gli Amministratori hanno indicato nella propria Relazione le modalità e i criteri in base ai quali è stato determinato il prezzo di emissione delle Nuove Azioni.

Come emerge dalla Relazione, il Consiglio di Amministrazione, nel rispetto di quanto previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, ha considerato, premesso un valore minimo di Euro 20,70 rappresentato dal patrimonio netto contabile per azione di Tod's alla data del 30 giugno 2015, la media aritmetica e ponderata per i volumi dei prezzi ufficiali delle azioni Tod's registrata nei sei mesi antecedenti la Data di Sottoscrizione (21 maggio 2015 – 20 novembre 2015), avendo anche riguardo al prezzo ufficiale delle azioni nell'ultimo giorno di borsa antecedente la stessa (20 novembre 2015).

La Relazione evidenzia, inoltre, che nell'effettuare le proprie valutazioni in merito alla determinazione del prezzo di emissione il Consiglio di Amministrazione si è avvalso anche delle analisi effettuate da UniCredit con riferimento a:

- i) andamento dei prezzi di borsa del titolo Tod's in diversi intervalli temporali nei sei mesi precedenti la Data di Sottoscrizione;
- ii) prezzi obiettivo ("target price") delle azioni Tod's espressi dai principali analisti finanziari che seguono il titolo nel periodo successivo all'annuncio dei risultati relativi al 30 settembre 2015.

Tenuto conto dei risultati delle analisi di cui sopra, gli Amministratori hanno ritenuto di proporre all'assemblea di fissare il prezzo di emissione delle Nuove Azioni in Euro 83,53, corrispondente al valore più elevato tra quelli ottenuti in base alle rilevazioni prese a riferimento (prezzo ufficiale al 20 novembre 2015, media delle trattazioni nell'arco temporale considerato e patrimonio netto per azione).

La Relazione illustra anche che il prezzo di emissione risulta compreso negli intervalli determinati da Citigroup sulla base sia del metodo dei flussi di cassa scontati (c.d. *Discounted Cash Flow*), sia dell'analisi dei prezzi di borsa e dei target price sulle azioni Tod's così come pubblicati in ricerche sul titolo azionario da parte di analisti finanziari.

Il numero delle azioni da emettere pari a n. 2.484.138 è stato determinato dividendo il controvalore (pari a circa il 50% del corrispettivo di spettanza di Gousson per le compravendite) di Euro 207.500.047,14 per il prezzo unitario di Euro 83,53 calcolato come sopra.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione degli Amministratori non sono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli stessi nelle valutazioni di cui al punto precedente.

7. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato, per le sole finalità conoscitive relative all'Operazione nel suo complesso, il Documento Informativo e gli allegati contenenti tutte le relazioni emesse dagli esperti indipendenti nominati a supporto dei corrispettivi;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori e con il management della Società, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni di compendio onde riscontrarne l'adequatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;

- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i criteri da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni e considerato gli elementi necessari ad accertare che tali criteri fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ordinarie Tod's nei differenti orizzonti temporali nell'arco dei dodici mesi antecedenti la data del 20 novembre 2015, nonché verificato l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori per l'individuazione del prezzo di emissione;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo il lancio dell'Operazione, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni. In particolare, in tale ambito, sono state svolte analisi sia del prezzo del titolo Tod's, sia degli studi degli analisti nel periodo successivo all'annuncio dell'Operazione (fino alla data del 14 dicembre 2015);
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente sul gruppo Tod's e sul titolo rappresentato dall'azione ordinaria Tod's;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

8. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

8.1 Premessa

In via preliminare, è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione è l'Aumento di Capitale destinato a Gousson, parte correlata di Tod's, nell'ambito di una ampia operazione finalizzata al trasferimento della titolarità del marchio Roger Vivier e della Partecipazione di RV Paris – attualmente di proprietà di Gousson – alla Società attraverso le sue controllate Partecipazioni Internazionali e RV France.

La Relazione degli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti l'Aumento di Capitale, anziché di un aumento di capitale con diritto di opzione, evidenziando in particolare, come descritto nel precedente paragrafo 2, da un lato, che il reinvestimento da parte di Gousson di una porzione del corrispettivo delle due compravendite rappresentava uno degli elementi essenziali delle negoziazioni, e dall'altro lato che il contenimento degli effetti sulla posizione finanziaria netta della Società era un altro obiettivo perseguito.

Al riguardo, tenuto conto delle specifiche caratteristiche e finalità dell'Operazione sopra evidenziate, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dell'approccio metodologico adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, nonché sulla sua corretta applicazione.

8.2 Commenti in ordine all'applicazione da parte degli Amministratori del metodo delle quotazioni di Borsa

Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, deve essere determinato *“in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”*. Con riguardo all'espressione “valore del patrimonio netto”, si ritiene che tale valore debba intendersi non come valore patrimoniale in senso stretto, quanto piuttosto quale valore corrente della società individuato sulla base di criteri di valutazione elaborati dalla scienza economica e ritenuti adeguati nelle specifiche circostanze in cui si colloca l'operazione di aumento di capitale sociale. Con riguardo poi al riferimento all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre, la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che non debba farsi necessariamente riferimento ad una media delle quotazioni del semestre, ma sia possibile utilizzare anche più limitati periodi di osservazione, a seconda delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre al fine di individuare il valore corrente della società emittente.

Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società.

Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi che si vengono a formare per azioni dotate in particolare di ottimi livelli di liquidità e di un ampio flottante, come nel caso di Tod's, tendono a riflettere il valore economico attribuibile alla società. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche del titolo Tod's risultano confermate dalle analisi da noi sviluppate.

Come ricordato all'inizio del presente paragrafo, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

Conseguentemente, in considerazione di tutto quanto sopra, l'utilizzo del metodo delle quotazioni di borsa appare motivato e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario.

Nel caso di specie, gli Amministratori della Società hanno provveduto ad individuare il prezzo di emissione delle azioni sulla base del prezzo medio ponderato per i volumi del titolo Tod's rilevato nell'arco dei sei mesi precedenti la Data di Sottoscrizione (21 maggio 2015- 20 novembre 2015), che appare in linea sia con l'utilizzo di valori medi in archi temporali ampi riscontrabile in similari operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, sia con le indicazioni normative dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

Anche l'utilizzo da parte degli Amministratori del prezzo medio ponderato per i volumi scambiati nell'arco temporale di riferimento trae conferma dalla prassi e dalla dottrina per operazioni di mercato simili dal momento che tale procedimento di calcolo consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti transazioni, attribuendo un maggiore rilievo a prezzi formati a fronte di un più significativo volume di negoziazioni. La decisione degli Amministratori di utilizzare medie ponderate per i volumi risulta pertanto, nelle circostanze, anch'essa ragionevole e non arbitraria.

Dalla Relazione degli Amministratori emerge che il prezzo di emissione delle Nuove Azioni di Euro 83,53 corrisponde al valore più elevato tra quelli ottenuti attraverso la media aritmetica o ponderata per i volumi delle azioni nelle rilevazioni che precedono di 1, 3, 6 mesi la Data di Sottoscrizione, nonché il prezzo ufficiale al 20 novembre 2015 e il valore minimo costituito dal patrimonio netto contabile per azione. Le ulteriori verifiche da noi condotte sull'orizzonte temporale di un anno antecedente alla data del 20 novembre 2015 hanno evidenziato i seguenti valori per azione:

Media ponderata dei prezzi ufficiali di borsa dell'azione ordinaria Tod's SpA	Euro per azione	Rapporto percentuale rispetto al prezzo di emissione delle Nuove Azioni
1 settimana	78,77	-5,7%
1 mese	78,17	-6,4%
3 mesi	79,39	-5%
6 mesi	83,53	-
12 mesi	82,39	-1,4%

Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei diversi orizzonti temporali, nell'ambito del metodo di valutazione adottato delle quotazioni di borsa, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia utilizzata, e le analisi degli eventi (quotazioni del titolo e target price) successivamente all'annuncio della Operazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

Gli Amministratori non hanno ritenuto necessario né opportuno utilizzare ulteriori metodologie valutative, diverse dalla metodologia delle quotazioni di borsa, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo; ciò soprattutto in quanto la Società non redige (né ha redatto nelle circostanze) uno specifico business plan, in considerazione della difficoltà nel formulare ipotesi e/o

stime attendibili su un orizzonte pluriennale, tenuto anche conto degli scenari di mercato e del settore di riferimento. Dalla Relazione degli Amministratori si evince peraltro che il prezzo di emissione risulta comunque compreso negli intervalli determinati da Citigroup facendo riferimento a:

- i) metodo dei flussi di cassa scontati (c.d. Discounted Cash Flow) applicato sulla base delle proiezioni 2016-2020 basate su alcune informazioni, stime e previsioni finanziarie su Tod's contenute sugli studi finanziari forniti dalla Società e pubblicati dopo l'annuncio dei risultati al 30 giugno 2015, e tenuto conto delle discussioni con la Società (intervallo di Euro 73,6 – Euro 89,1 per azione);
- ii) l'analisi dei prezzi di borsa delle azioni Tod's tenendo conto del prezzo medio ponderato per i volumi scambiati per azione ordinaria durante il periodo di uno, tre, sei e dodici mesi immediatamente precedenti al 20 novembre 2015 (intervallo di Euro 78,1 – Euro 83,5 per azione).

Sotto quest'ultimo profilo, non essendo come sopra detto stato predisposto (ne' ovviamente quindi pubblicato) un piano economico – finanziario della Società, le valutazioni economiche effettuate negli studi degli analisti che ci sono stati forniti e che abbiamo preso in esame riflettono le informazioni disponibili e le loro aspettative circa l'andamento economico e finanziario di Tod's e di quello del settore di riferimento; tali studi individuano un intervallo (Euro 74,3 – Euro 83,3 per azione) che conferma la ragionevolezza delle considerazioni alla base dei risultati raggiunti dagli Amministratori attraverso le quotazioni di borsa.

Anche alla luce di quanto sopra, la decisione degli Amministratori di fare esclusivo riferimento alla metodologia di borsa, ancorché non in linea con un approccio, astrattamente preferibile, che tenga anche conto di plurime metodologie, appare, nelle circostanze e nel suo complesso, ragionevole e dunque accettabile.

L'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia di borsa utilizzata e del calcolo del prezzo di emissione delle azioni conferma la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

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

In merito ai limiti ed alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:

- nell'ambito dell'approccio metodologico complessivo, gli Amministratori hanno, come sopra riportato, ritenuto ragionevole utilizzare la sola metodologia del criterio di borsa. Dalla Relazione degli Amministratori si evince peraltro che la metodologia del Discounted Cash Flow applicata da Citigroup sulla base di proiezioni, informazioni e previsioni estrapolate da studi di analisti e dalle discussioni con la Società (e non da un piano economico finanziario di Tod's che ci è stato confermato non essere stato predisposto ne' autonomamente ne' per la circostanza specifica; "Piano") ha individuato intervalli che supportano il prezzo di emissione. Le ragioni alla base di detta scelta metodologica sono già state oggetto di nostre considerazioni nel

precedente paragrafo 8. La mancata applicazione di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo, sulla base di un Piano (prevista a livello di best practice, ove oggettivamente possibile), rispetto ai risultati ottenuti con il metodo di borsa, costituisce un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico, peraltro mitigata dal fatto che il prezzo di emissione si colloca, pur in un intervallo particolarmente ampio di valori (a conferma indiretta delle incertezze insite nel processo), in prossimità dei valori massimi previsti tanto dalla citata fairness opinion quanto dagli studi di analisti esterni.

- Le valutazioni basate sui corsi di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, 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. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società o connesse ad eventi esogeni anche del tutto imprevedibili. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, quale unica metodologia prescelta dagli Amministratori, può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione. Sono peraltro incertezze che trovano mitigazione nei significativi intervalli di tempo presi in considerazione dal Consiglio (fino a sei mesi) e dalla nostra analisi (fino a 12 mesi).

Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti ritenuti di rilievo:

- dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà di Gousson, a seguito della consegna da parte della Società delle Nuove Azioni, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che il criterio adottato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni da emettere nell'ambito dell'Aumento di Capitale sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che, in particolare, esso sia stato correttamente applicato per la determinazione del prezzo di emissione pari a Euro 83,53.

Ancona, 21 dicembre 2015

PricewaterhouseCoopers SpA



Edoardo Orlandoni
(Revisore legale)