

QUARANTACINQUE S.P.A.

RELAZIONE ALL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI CONVOCATA PER IL GIORNO 13 LUGLIO 2018

Relazione illustrativa dell'Amministratore Unico di Quarantacinque S.p.A. – redatta ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3 e 2501-*quinquies* del codice civile – sul progetto di fusione relativo alla

FUSIONE PER INCORPORAZIONE

DI

CAD IT S.P.A

IN

QUARANTACINQUE S.P.A.

INDICE

GLOSSARIO	4
1. SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE	6
1.1. Società Incorporante.....	6
1.2. Società Incorporanda.....	6
2. ILLUSTRAZIONE DELLA FUSIONE	7
2.1. Premessa.....	7
2.2. Inquadramento giuridico della Fusione.....	8
3. MOTIVAZIONI ED OBIETTIVI DELLA FUSIONE	8
4. RAPPORTO DI CAMBIO	9
4.1. Rapporto di Cambio stabilito e criteri seguiti per la sua determinazione.....	9
4.2. Valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.....	13
4.3. Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del Rapporto di Cambio.....	14
5. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE	14
6. MODIFICAZIONI STATUTARIE	15
7. RISORSE FINANZIARIE PREVISTE PER IL SODDISFACIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE	16
7.1. Il Piano Economico CAD IT.....	16
7.2. Il Prestito Obbligazionario.....	17
7.3. Analisi della sostenibilità del debito.....	18
8. DATA DI IMPUTAZIONE DELLE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE, ANCHE AI FINI FISCALI	21
9. RIFLESSI TRIBUTARI DELLA FUSIONE SU CAD IT E QUARANTACINQUE	21
9.1. Imposte sui redditi e IRAP.....	21
9.2. Imposte indirette.....	21
9.3. Effetti sugli azionisti della Società Incorporanda.....	21
10. PREVISIONI SULLA COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO RILEVANTE E SULL'ASSETTO DI CONTROLLO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE A SEGUITO DELLA FUSIONE	22
11. DIRITTO DI RECESSO	22
PROPOSTA DI DELIBERAZIONE DELL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI	24

Signori Azionisti,

siete convocati in Assemblea Straordinaria per deliberare in merito all'approvazione del progetto di fusione per incorporazione di CAD IT S.p.A. in Quarantacinque S.p.A.

La presente relazione illustrativa è stata redatta dall'Amministratore Unico di Quarantacinque S.p.A. – ai sensi degli articoli 2501-bis, comma 3, e 2501-quinquies del codice civile – al fine di illustrare le ragioni che giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, la fusione per incorporazione di CAD IT S.p.A. in Quarantacinque S.p.A. ed il relativo progetto di fusione.

GLOSSARIO

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini utilizzati all'interno della presente Relazione Illustrativa e delle relative definizioni. Tali termini e definizioni, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato.

BDO	BDO Italia S.p.A., con sede legale in Milano, Viale Abruzzi n. 94, capitale sociale Euro 1.000.000 interamente sottoscritto e versato, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, con codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese 07722780967, n. REA: 1977842, iscritta altresì al Registro dei Revisori Contabili al numero 167911 con D.M. del 15/03/2013 in G.U. n. 26 del 02/04/2013.
CAD IT oppure Società Incorporanda	CAD IT S.p.A., con sede legale in Verona, Via Torricelli 44/a, capitale sociale Euro 4.669.600 interamente sottoscritto e versato, codice fiscale e partita IVA n. 01992770238, n. REA: VR – 210441; società di diritto italiano con azioni quotate in Italia sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.
Esperto Comune	L'esperto comune incaricato di redigere la relazione di cui agli artt. 2501- <i>bis</i> , comma 3 e 2501- <i>sexies</i> del codice civile, ovvero PricewaterhouseCoopers S.p.A., con sede legale in Milano, Via Monte Rosa n. 91, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, con codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese 12979880155, iscritta altresì al Registro dei Revisori Contabili al numero 119644 con D.M. del 12/12/2000 in G.U. n. 1000 del 29/12/2000.
Fusione	L'operazione oggetto della presente Relazione Illustrativa.
Piano Economico CAD IT	Il piano economico di CAD IT per il periodo 1 gennaio 2018 – 31 dicembre 2023, predisposto dal <i>management</i> di CAD IT e condiviso con il Consiglio di Amministrazione di CAD IT.
Progetto di Fusione	Il progetto di Fusione, redatto ai sensi degli artt. 2501- <i>bis</i> e 2501- <i>ter</i> del codice civile, approvato dal Consiglio di Amministrazione di CAD IT e dall'Amministratore Unico di Quarantacinque in data 29 maggio 2018.
Quarantacinque oppure Società Incorporante	Quarantacinque S.p.A. con sede legale in Verona, Via Torricelli 44/a, capitale sociale Euro 100.000

interamente sottoscritto e versato, codice fiscale e partita IVA n. 04539940231, n. REA: VR – 428911.

Regolamento Emittenti

Il regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni.

Relazione Illustrativa

La presente relazione illustrativa, predisposta dall'Amministratore Unico di Quarantacinque ai sensi degli articoli 2501-*bis*, comma 3, e 2501-*quinqies* del codice civile.

Società Partecipanti alla Fusione

Congiuntamente, CAD IT e Quarantacinque.

TUF

Il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato.

1. SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

1.1. Società Incorporante

Quarantacinque S.p.A., con sede legale in Verona, Via Torricelli 44/a, capitale sociale Euro 100.000 interamente sottoscritto e versato, codice fiscale e partita IVA n. 04539940231, n. REA: VR – 428911.

Oggetto sociale

A norma dell'art. 5 dell'attuale statuto sociale di Quarantacinque, *“la società ha per oggetto, in via prevalente e non nei confronti del pubblico, l'assunzione sotto qualsiasi forma di partecipazioni azionarie e non azionarie nonché di interessenze in società ed enti italiani ed esteri, nonché il finanziamento ed il coordinamento tecnico, finanziario e commerciale delle società ed enti nei quali partecipa. La società potrà inoltre compiere ogni e qualsiasi operazione commerciale, finanziaria, mobiliare ed immobiliare comunque connessa con la realizzazione degli scopi sociali esclusa in ogni caso la raccolta del risparmio tra il pubblico. Il tutto nel rispetto delle norme vigenti in materia ed in particolare del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993. Sono espressamente escluse le attività per le quali la legge richiede l'iscrizione in appositi albi od elenchi preclusi alla società”*.

Azionisti

La seguente tabella indica gli azionisti di Quarantacinque alla data del Progetto di Fusione.

Azionista	% del capitale sociale
Giulia Dal Cortivo	35,3%
Paolo Dal Cortivo	35,8%
Liliana Lanza	28,9%

1.2. Società Incorporanda

CAD IT S.p.A., con sede legale in Verona, Via Torricelli 44/a, capitale sociale Euro 4.669.600 interamente sottoscritto e versato, codice fiscale e partita IVA n. 01992770238, n. REA: VR – 210441, con azioni ordinarie quotate sul Mercato Telematico Azionario (il “MTA”), organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“**Borsa Italiana**”).

Oggetto sociale

A norma dell'art. 4 dello statuto sociale di CAD IT, *“la società può far ricorso al mercato del capitale di rischio e ha per oggetto: l'esercizio, diretto o per il tramite di società partecipate, delle seguenti attività: a) l'assunzione di interessenze e di partecipazioni in società o imprese, sia italiane che estere che agiscono nel proprio ambito di interesse a scopo di stabile investimento; la gestione delle partecipazioni stesse; il tutto senza scopo di collocamento presso il pubblico; b) la realizzazione di studi e ricerche di mercato per conto proprio o di terzi; c) la progettazione e la realizzazione di corsi strutturati di istruzione e di aggiornamento tecnico sull'uso di elaboratori elettronici e similari nonché sui sistemi ed i flussi delle informazioni aziendali; d) la progettazione, la realizzazione e lo sviluppo di sistemi informatici basati sull'utilizzo di elaboratori elettronici e similari; e) la produzione e lo sviluppo di programmi di software e la loro commercializzazione sia per conto proprio che di terzi; f) il commercio all'ingrosso ed al minuto di elaboratori elettronici e loro parti, componenti, accessori e software; il commercio all'ingrosso ed al minuto di macchine per uffici in genere, mobili ed arredi per ufficio, macchine per scrivere e da calcolo, per contabilità, supporti anche magnetici per elaboratori, tabulati e nastri; g) prestazione di servizi di elaborazione e trasmissione dati mediante l'uso di mezzi elettronici, telefonici e telematici, propri o di terzi; h) l'acquisizione, la vendita e la commercializzazione di diritti di proprietà industriale e/o intellettuale; i) in via strumentale al conseguimento dei propri scopi e comunque in via non prevalente e nei limiti consentiti da leggi e regolamenti, la Società può: - compiere tutte le operazioni mobiliari, immobiliari, commerciali, industriali e finanziarie ritenute utili dall'organo amministrativo per il conseguimento*

dell'oggetto sociale, compreso il rilascio di garanzie reali e/o personali di ogni tipo a favore di terzi; - assumere in Italia e/o all'estero, direttamente e/o indirettamente, partecipazioni e/o interessenze in altre società e/o enti commerciali, industriali e/o di servizi, aventi scopo analogo e/o affine a quello della società, nonché amministrare ed alienare le partecipazioni e/o interessenze medesime. In ogni caso è esclusa qualsiasi attività finanziaria nei confronti del pubblico”.

Azionisti

La seguente tabella indica – sulla base delle comunicazioni diffuse ai sensi dell'art. 120, comma 2, del TUF e della Parte III, Titolo III, Capo I, Sezione I del Regolamento Emittenti, integrate con le ulteriori informazioni in possesso della Società Incorporanda – gli azionisti di CAD IT alla data del Progetto di Fusione.

Azionista	% del capitale sociale
Quarantacinque S.p.A.	66,292%
Palladio Holding S.p.A.	11,889%
Lazard Frères Gestion SAS	5,707%
Azionisti terzi	16,112%

2. ILLUSTRAZIONE DELLA FUSIONE

2.1. Premessa

In data 19 febbraio 2018, Quarantacinque ha promosso, ai sensi degli artt. 102, comma 1 e 106, comma 4, del TUF, un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di CAD IT che, in tale data, non fossero già detenute da Quarantacinque e, pertanto, n. 7.701.804 azioni della Società Incorporanda, rappresentanti l'85,766% circa del capitale sociale di CAD IT (l'**“Offerta”**) ad un corrispettivo pari ad Euro 5,30 per ciascuna azione di CAD IT apportata in adesione. A conclusione dell'Offerta, Quarantacinque è giunta a detenere n. 5.953.046 azioni della Società Incorporanda, pari al 66,292% del capitale sociale di CAD IT: di conseguenza, Quarantacinque controlla di diritto CAD IT.

Al fine di far fronte alle spese ed ai costi connessi all'Offerta, Quarantacinque ha emesso – in data 12 aprile 2018 – un prestito obbligazionario non convertibile, per un ammontare complessivo attualmente pari in linea capitale ad Euro 30.000.000 e sottoscritto da vari fondi di investimento (più precisamente: Magnetar Constellation Master Fund, Ltd, Magnetar Constellation Fund II, Ltd, Magnetar Xing He Master Fund Ltd, Magnetar SC Fund Ltd and Magnetar Constellation Master Fund V Ltd, congiuntamente i **“Fondi Magnetar”**) la cui gestione è, in ultima istanza, affidata a Magnetar Financial (UK) LLP (il **“Prestito Obbligazionario”**).

In data 2 maggio 2018, il Consiglio di Amministrazione di CAD IT e l'Amministratore Unico di Quarantacinque, alla luce dell'esito dell'Offerta ed in linea con i programmi futuri prospettati da Quarantacinque nel relativo documento di offerta, approvato dalla CONSOB con delibera n. 20325 del 7 marzo 2018 e pubblicato in data 9 marzo 2018 anche sul sito internet della Società, www.cadit.it (il **“Documento di Offerta”**), hanno deliberato di approvare le linee guida per l'esecuzione della Fusione.

In particolare, la Fusione si inquadra nel contesto di un'articolata operazione, iniziata con il lancio dell'Offerta e volta a conseguire la revoca dalla quotazione sul MTA, organizzato e gestito da Borsa Italiana, delle azioni di CAD IT (il **“Delisting”**). Infatti, come ampiamente segnalato nel Documento di Offerta, qualora le azioni ordinarie della Società non fossero state revocate dalla quotazione e, pertanto, il Delisting non fosse stato conseguito ad esito dell'Offerta, Quarantacinque avrebbe valutato strutture alternative per addivenire al Delisting, ivi inclusa la Fusione di CAD IT in Quarantacinque.

In data 29 maggio 2018, gli organi amministrativi di CAD IT e Quarantacinque hanno deliberato di

approvare il Progetto di Fusione.

2.2. Inquadramento giuridico della Fusione

Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

Tenuto conto del ricorso all'indebitamento finanziario (mediante l'emissione del Prestito Obbligazionario) da parte di Quarantacinque per far fronte alle spese ed ai costi connessi all'Offerta, alla Fusione si applica il disposto dell'art. 2501-*bis* del codice civile ("*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*").

Pertanto:

- (i) *ex art. 2501-bis*, comma 2 del codice civile, il Progetto di Fusione indica le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;
- (ii) gli organi amministrativi di CAD IT e Quarantacinque, *ex art. 2501-sexies* del codice civile, in data 10 maggio 2018 hanno depositato presso il Tribunale di Verona istanza per la nomina dell'esperto di cui all'art. 2501-*sexies* del codice civile, avvalendosi della facoltà *ex art. 2501-sexies*, comma 4 del codice civile di richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione la nomina di uno o più esperti comuni, con il compito di attestare, nella propria relazione, la congruità dal Rapporto di Cambio (come *infra* definito); *ex art. 2501-bis*, comma 4, del codice civile, tale relazione deve altresì attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione. Con provvedimento del 24 maggio 2018, depositato in data 25 maggio 2018, il Presidente del Tribunale di Verona ha nominato PricewaterhouseCoopers S.p.A. quale Esperto Comune;
- (iii) gli organi amministrativi di CAD IT e Quarantacinque, *ex art. 2501-bis*, comma 5 del codice civile, hanno affidato a BDO, società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Quarantacinque, l'incarico di rilasciare la relazione da allegare al Progetto di Fusione. La relazione *ex art. 2501-bis*, comma 5 del codice civile, rilasciata da BDO in seguito all'approvazione del Progetto di Fusione sarà allegata allo stesso *sub* Allegato "D".

3. MOTIVAZIONI ED OBIETTIVI DELLA FUSIONE

La Fusione rientra nella strategia imprenditoriale avviata con la promozione dell'Offerta, descritta al precedente Paragrafo 2.1. della presente Relazione Illustrativa e volta al Delisting di CAD IT. Infatti, la Fusione è strettamente ed intrinsecamente connessa all'acquisizione del controllo di CAD IT da parte di Quarantacinque, raggiunto grazie all'Offerta, la cui promozione è stata resa possibile, *inter alia*, dalla sottoscrizione del Prestito Obbligazionario da parte dei Fondi Magnetar.

La Fusione costituisce un passaggio necessario al fine di addivenire al Delisting di CAD IT: coerentemente con detta finalità, la Fusione era inclusa tra i programmi futuri di Quarantacinque indicati nel Documento di Offerta, nonché tra le strutture alternative per addivenire al Delisting, ove le azioni ordinarie della Società Incorporanda non fossero state revocate dalla quotazione ad esito dell'Offerta.

Le principali motivazioni economiche sottostanti alla decisione di procedere con la Fusione sono le seguenti:

- (i) assicurare la stabilità dell'assetto azionario e la continuità manageriale necessarie per poter cogliere eventuali future opportunità di sviluppo e crescita in Italia o all'estero nei settori in cui opera CAD IT, nonché assicurare un indirizzo strategico volto alla valorizzazione del *business* nel medio-lungo periodo;
- (ii) razionalizzare e semplificare la struttura del gruppo CAD IT (il "**Gruppo**"), accorciando la catena di controllo e realizzando un'integrazione strategica, industriale e commerciale delle Società Partecipanti alla Fusione;
- (iii) addivenire al Delisting di CAD IT, stante la scarsa liquidità dei relativi titoli negoziati sul MTA,

la quale non giustifica la permanenza in quotazione delle azioni della Società Incorporanda.

Peraltro, il permanere della quotazione implica una valorizzazione della Società Incorporanda su base giornaliera, influenzata anche da elementi non correlati al *business*, con possibili effetti penalizzanti nel contesto di eventuali operazioni straordinarie.

Di conseguenza, la quotazione delle azioni della Società Incorporanda sul MTA non attribuisce più alcun concreto beneficio ai relativi azionisti ed, inoltre, il Delisting consentirà alla Società Incorporanda di:

- a) eliminare i costi derivanti dalla quotazione: il relativo risparmio è stato quantificato – in via preliminare – in circa Euro 1 milione/anno;
- b) ottenere una maggiore flessibilità gestionale e di *governance*, stante l'eliminazione delle procedure e delle formalità previste dalla normativa vigente per le società quotate, indipendentemente dalle loro attività e dimensioni operative, con conseguente possibilità di assumere tempestivamente decisioni strategiche;
- c) liberare risorse economiche e finanziarie da dedicare alla valorizzazione delle partecipazioni detenute, nonché ad eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e di *business* che si ritenessero opportune e/o in linea con gli obiettivi di crescita e sviluppo delle Società Partecipanti alla Fusione.

4. RAPPORTO DI CAMBIO

4.1. Rapporto di Cambio stabilito e criteri seguiti per la sua determinazione

La Fusione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali di riferimento e, in particolare, (i) per la Società Incorporante, della situazione patrimoniale redatta alla data del 30 aprile 2018 (composta di stato patrimoniale, conto economico, nota integrativa e rendiconto finanziario) e approvata dall'Amministratore Unico della Società Incorporante in data 29 maggio 2018, e (ii) per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-*quater*, comma 2 del codice civile, del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017, approvato dall'assemblea degli azionisti in data 27 aprile 2018.

Il Consiglio di Amministrazione e l'Amministratore Unico, rispettivamente, di CAD IT e di Quarantacinque sono giunti alla determinazione del rapporto di cambio (il "**Rapporto di Cambio**") a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e del loro capitale economico, tenendo altresì conto della natura dell'operazione. Ai fini dell'individuazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di CAD IT si è avvalso di un consulente finanziario di comprovata professionalità.

Il Rapporto di Cambio è stato determinato nella seguente misura:

n. 2,15682889 azioni ordinarie di Quarantacinque S.p.A., prive di valore nominale espresso, per n. 1 azione ordinaria di CAD IT S.p.A. del valore nominale di Euro 0,52.

Non sono previsti conguagli in denaro.

La valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata secondo i principi e metodi utilizzati nella prassi, anche internazionale, per operazioni di analoga tipologia ed entità.

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

Quanto ai metodi, nell'ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni similari, sono state utilizzate le seguenti

metodologie:

- i) metodo dei risultati attesi (“*income approach*”) nella sua variante c.d. “*Discounted Cash Flow*” (DCF) in modalità “*unlevered*”, volto a calcolare il valore attuale dei flussi di cassa operativi che si stima CAD IT possa generare in futuro, utilizzando il Piano Economico CAD IT;
- ii) metodo dei multipli di borsa, basato sull’applicazione ai risultati attesi di CAD IT dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di borsa di selezionate società quotate comparabili;
- iii) metodo dei multipli di transazioni comparabili, basato sull’applicazione ai risultati attesi di CAD IT dei moltiplicatori impliciti risultanti da un *panel* di transazioni di vendita di aziende comparabili.

Come da prassi valutativa, il metodo “*Discounted Cash Flow*” verrà utilizzato come metodo principale di valutazione (il “**Metodo Principale**”); i metodi dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili verranno utilizzati come metodo di controllo (il “**Metodo di Controllo**”), al fine di confermare le risultanze emerse con il Metodo Principale.

Metodo finanziario - “Discounted Cash Flow” (Metodo Principale)

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

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

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

L’espressione matematica è la seguente:

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

dove:

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

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

I flussi di cassa disponibili, nella loro formulazione “*unlevered*”, rappresentano le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell’azienda, ovvero gli azionisti ed i

finanziatori. La determinazione dei flussi di cassa disponibili per l'azienda, calcolati prima degli oneri finanziari, è riassunta nel prospetto di seguito riportato.

	Reddito operativo (EBIT)
(-)	Imposte figurative sul reddito operativo
(=)	Reddito operativo al netto della fiscalità figurativa (NOPLAT)
(+)	Ammortamenti
(+/-)	Altre partite non monetarie
(=)	Flusso di circolante della gestione corrente (<i>Gross cash flow</i>)
(+/-)	Variazione del capitale circolante
(+/-)	Disinvestimenti/investimenti in immobilizzazioni (<i>Capex</i>)
(+/-)	Variazione nelle altre attività operative nette
(=)	Flusso di cassa operativo netto F(t) (<i>Unlevered free cash flow</i>)

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

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

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

Il tasso di attualizzazione utilizzato nel metodo finanziario nella sua formulazione "*unlevered*" è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*). Quest'ultimo è pari alla media ponderata del costo netto del capitale di debito e del costo dei mezzi propri. Il WACC rappresenta il rendimento minimo richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda. I flussi di cassa disponibili costituiscono, infatti, la fonte di liquidità per la remunerazione sia del capitale di debito che del capitale di rischio. Il WACC è determinato, secondo la prassi professionale e la principale dottrina, come segue:

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

dove:

w_e Peso attribuito al capitale proprio

w_d Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi)

i_e Costo del capitale proprio

- id Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi)
- t Aliquota fiscale applicabile agli oneri finanziari

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

$$ie = rf + \beta \times MRP = rf + \beta (rm - rf)$$

dove:

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

rm rendimento medio degli investimenti in capitale di rischio;

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

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

Metodo dei multipli di borsa (Metodo di Controllo)

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

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

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

Metodo dei multipli di transazioni comparabili (Metodo di Controllo)

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

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

*

Sulla base degli intervalli dei valori economici di Quarantacinque e di CAD IT, determinati con le modalità esposte precedentemente, gli organi amministrativi di Quarantacinque e di CAD IT hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio ed alla conseguente determinazione del numero di azioni Quarantacinque da emettere e assegnare a servizio della Fusione.

In particolare, gli organi amministrativi delle due società – coerentemente con le risultanze dell'applicazione del Metodo Principale e del Metodo di Controllo e, in particolare, tenendo conto degli intervalli di rapporto di concambio evidenziati da tali metodologie – hanno determinato un Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive assemblee degli azionisti, ai sensi del quale, per ogni azione di CAD IT, gli azionisti di quest'ultima (diversi da Quarantacinque) otterranno n. 2,15682889

azioni ordinarie di Quarantacinque, senza conguagli in denaro.

Per completezza, si evidenzia che il Metodo Principale ha determinato dei valori economici riferiti alle due società che hanno portato all'individuazione di un rapporto di concambio pari a n. 2,15682889 azioni di Quarantacinque da assegnare per ogni azione di CAD IT oggetto di concambio. Il metodo di controllo basato sui multipli di borsa ha invece individuato dei valori economici riferiti alle due società che hanno portato all'individuazione di un rapporto di concambio pari a n. 2,11-2,22 azioni di Quarantacinque da assegnare per ogni azione di CAD IT oggetto di concambio. Infine, il metodo delle transazioni comparabili ha individuato dei valori economici riferiti alle due società che hanno portato all'individuazione di un rapporto di concambio compreso in un intervallo tra n. 2,09-2,20 azioni di Quarantacinque da assegnare per ogni azione di CAD IT oggetto di concambio.

L'applicazione del Metodo di Controllo (ovverosia, il metodo dei criteri comparativi di mercato nelle sue due configurazioni - metodo dei multipli di transazioni comparabili e metodo dei multipli di borsa) delinea un *range* valutativo in termini di *Equity Value* che oscilla tra Euro 123.249 migliaia e 138.508 migliaia. La media del *range* identificato restituisce un valore pari ad Euro 130.822 migliaia, prossimo all'*Equity Value* individuato con il Metodo Principale (ovverosia del metodo finanziario - "*Discounted Cash Flow*", in modalità "*unlevered*", pari a Euro 130.134 migliaia su cui è basata la valutazione del Rapporto di Cambio).

4.2. Valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio

Definizione <i>Equity Value</i> Fusione (€)	Quarantacinque	Azionisti di minoranza
Numero Azioni	5.953.046	3.026.954
Quota	66,3%	33,7%
<i>Equity Value</i> Ripartito	86.269	43.865
Premio di Maggioranza / Diluizione	5,0%	(9,8%)
<i>Equity Value</i> pre Fusione	90.582	
Obbligazione non Convertibile	(30.000)	
<i>Equity Value</i> post Fusione	60.582	39.552

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

I flussi di cassa generati dalla gestione operativa del Gruppo sono stati costruiti sulla base del Piano Economico CAD IT, ed attualizzati utilizzando il tasso WACC, così come sopra definito (WACC = 9,4%).

Il *Terminal Value* è stato stimato ipotizzando un *growth rate* dello 1,5%, per riflettere in modo prudentiale la crescita prevista del settore di riferimento e del business del Gruppo, in accordo con le assunzioni ipotizzate dal *management*.

Per la stima del *Terminal Value* si è assunta un'ipotesi *steady state*, ovvero ipotizzando una situazione di equilibrio di risultati stabilizzati e continuativi nel tempo, dove i flussi di cassa nel periodo successivo a quello di previsione esplicita sono incentrati sulla capacità corrente (al 2023) di reddito del Gruppo e non si prevedono ulteriori investimenti a sostentamento del capitale circolante netto e dei fondi di stato patrimoniale.

La sommatoria del valore attuale, al 31 dicembre 2017 (la "**Data di Riferimento**"), dei flussi di cassa disponibili previsti nel Piano Economico CAD IT e del valore terminale (attualizzati utilizzando il costo medio ponderato del capitale – WACC, in precedenza individuato) definisce il cosiddetto *Enterprise Value* (o valore operativo), ossia il valore attribuibile al Gruppo al lordo della posizione

finanziaria (positiva o negativa). Il valore dell'*Enterprise Value* così determinato è di Euro 129.342 migliaia.

Sulla base della situazione patrimoniale alla Data di Riferimento risulta una posizione finanziaria netta totale attribuibile al Gruppo pari ad Euro 792 migliaia, costituita da:

- cassa ed altre attività equivalenti: Euro 14.240 migliaia;
- debiti verso le banche a breve termine: Euro 3.948 migliaia;
- finanziamenti a medio lungo termine: Euro 1.663 migliaia;
- fondo TFR: Euro 7.837 migliaia. A tal proposito, si evidenzia che nel rispetto dei principi prudenziali, si è ritenuto opportuno utilizzare la valutazione attuariale del trattamento di fine rapporto in base al principio contabile internazionale IAS 19, comunicato dal *management* del Gruppo e superiore rispetto al valore nominale corrispondente (pari ad Euro 6.789 migliaia), in quanto rappresentante il valore certo del debito alla data di valutazione.

La somma algebrica dell'*Enterprise Value* e della posizione finanziaria netta determinano il valore economico del Gruppo (*Equity Value*) pari ad un importo di Euro 130.134 migliaia che diviso per numero delle azioni CAD IT in circolazione, pari a 8.980.000, porta ad un valore per azione di Euro 14,49. Per concludere, la valutazione di Quarantacinque è stata effettuata in funzione della partecipazione detenuta in CAD IT ipotizzando l'attribuzione di un premio di maggioranza del 5% e considerando il Prestito Obbligazionario emesso dalla stessa.

4.3. Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del Rapporto di Cambio

Le principali difficoltà incontrate dagli organi amministrativi di Quarantacinque e CAD IT nella valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione sono sinteticamente di seguito descritte.

Le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari previsionali derivanti dal Piano Economico CAD IT. Tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza; inoltre essi ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo e regolamentare e non tengono in considerazione eventi di natura straordinaria attualmente non prevedibili, quali il modificarsi delle condizioni economico-finanziarie, politiche o di mercato. Pertanto, eventuali evoluzioni delle sopracitate condizioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati attesi. In particolare, si segnalano i seguenti elementi di incertezza, che sono stati apprezzati nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività sulle Società Partecipanti alla Fusione:

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

5. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE

Il concambio delle azioni ordinarie di CAD IT, di proprietà di azionisti diversi da Quarantacinque, sarà soddisfatto secondo il rapporto indicato al precedente Paragrafo 4 della presente Relazione Illustrativa, mediante assegnazione di massimo n. 6.528.622 azioni di Quarantacinque di nuova emissione, aventi gli stessi diritti e le stesse caratteristiche delle azioni della stessa Quarantacinque, come emerge dallo

statuto di Quarantacinque *post* Fusione, in merito al quale si rinvia al successivo Paragrafo 6 della presente Relazione Illustrativa.

Per effetto ed in esecuzione della Fusione, la Società Incorporante procederà ad effettuare, al servizio del concambio, un aumento di capitale sociale per un importo massimo di Euro 65.286 mediante emissione di massime n. 6.528.622 azioni prive di valore nominale espresso. Si precisa che l'importo del citato aumento capitale, nonché il predetto numero di azioni, potrà differire da quello riferito alla data del Progetto di Fusione per effetto: (a) dell'esercizio del Diritto di Recesso (come *infra* definito) da parte degli azionisti di CAD IT, che non avranno concorso alla deliberazione di approvazione della Fusione; e (b) di eventuali operazioni di acquisto di azioni di CAD IT effettuate dalla Società Incorporante fino alla data di esecuzione della Fusione.

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

In dettaglio, la Fusione sarà attuata mediante:

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

Tutte le azioni ordinarie destinate al concambio saranno emesse in regime di dematerializzazione ed assegnate agli aventi diritto per il tramite dei rispettivi intermediari aderenti al sistema di gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. alla data di efficacia della Fusione.

6. MODIFICAZIONI STATUTARIE

Lo statuto che disciplinerà la Società Incorporante a decorrere dalla data di efficacia della Fusione è quello riportato *sub* Allegato "A" al Progetto di Fusione (lo "Statuto").

Si dà atto, in particolare, che l'adozione dello Statuto comporterà, tra l'altro, quanto segue:

- la modifica della denominazione sociale in "CAD IT S.p.A.";
- l'adozione, quale oggetto sociale, dello stesso oggetto sociale della Società Incorporanda;
- l'aumento del capitale sociale per un importo massimo di Euro 65.286 e la suddivisione del capitale sociale in massime n. 16.528.622 azioni ordinarie.

Si precisa che detto Statuto non indica l'importo del capitale ed il numero delle azioni *post* Fusione, la cui esatta determinazione sarà accertata solo ad esito del definitivo numero di azioni della Società Incorporanda di proprietà della Società Incorporante al momento della Fusione e dell'individuazione del numero di azioni della Società Incorporanda oggetto del Diritto di Recesso (come *infra* definito) non acquistate da soci (fermo restando che le azioni possedute dalla Società Incorporante non saranno oggetto di concambio) e/o da terzi prima dell'atto di Fusione, ai sensi dell'art. 2437-*quater* del codice civile, come precisato al precedente Paragrafo 5 ed al successivo Paragrafo 11 della presente Relazione Illustrativa.

Nel Progetto di Fusione, *sub* Allegato “B”, è accluso lo statuto vigente della Società Incorporante; è fatta avvertenza che, in data 28 maggio 2018, la Società Incorporante ha deliberato l’adozione dello statuto che è riportata nel Progetto di Fusione *sub* Allegato “C”, ad oggi non iscritto al Registro delle Imprese, e – nella stessa assemblea – ha deliberato il frazionamento delle azioni in numero di 10.000.000, con effetto dal termine dell’avvenuta dematerializzazione delle azioni.

7. RISORSE FINANZIARIE PREVISTE PER IL SODDISFACIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE

7.1. Il Piano Economico CAD IT

Gli organi amministrativi della Società Partecipanti alla Fusione ritengono che la Società Incorporante, successivamente alla Fusione, disporrà delle risorse finanziarie sufficienti per far fronte al proprio indebitamento.

Il Piano Economico CAD IT è stato redatto in ipotesi di continuità aziendale del *business* in configurazione con la previsione di una fusione per incorporazione di CAD IT in Quarantacinque a partire dal quarto trimestre dell’anno fiscale 2018 e prevede quanto di seguito illustrato.

Conto economico

- il mantenimento dei contratti in essere verso i clienti del Gruppo, tramite erogazione di servizi di manutenzione e consulenza, rilascio di nuove licenze e aggiornamenti delle licenze in uso. L’assunzione circa il mantenimento dei clienti trova fondamento sul rapporto consolidato di questi ultimi con il Gruppo (storicamente il Gruppo ha, in ambito bancario, un tasso di *retention* che si avvicina al 100%), sul valore altamente strategico dei *software* CAD IT nei sistemi IT delle istituzioni finanziarie e sulle barriere all’entrata molto elevate che caratterizzano il settore software destinato al comparto finanziario; la previsione dei ricavi tiene conto di alcuni processi di consolidamento in corso e noti nel mercato bancario;
- l’ottenimento di nuovi clienti nell’ambito del sistema bancario, con i quali il *management* sta già negoziando i contratti, e nei settori assicurativo e industriale;
- l’acquisizione di due società spagnole operanti nel medesimo settore del Gruppo. In particolare, si tratta delle società Desarrollo de Productos Informáticos SA (“**DPI**”), la cui acquisizione è avvenuta nel mese di aprile 2018, e Software Financiero Bolsa S.A. (“**SFB**”), del cui capitale sociale il Gruppo ha acquisito una quota del 30% nell’aprile 2016;
- con riferimento allo sviluppo previsto dei ricavi, il *management* non ha prudenzialmente considerato l’attivazione dei ricavi generati dall’attività di *Business Process Outsourcing* (“**BPO**”) e di *IT Outsourcing*, in fase di sviluppo ed implementazione, per la quale il Gruppo ha già ricevuto manifestazioni di interesse da gruppi bancari di primario livello, sia a livello nazionale che internazionale. L’impatto delle attività di BPO e *IT Outsourcing*, in caso di implementazione durante il periodo del Piano Economico CAD IT, potrebbe portare ad un considerevole aumento della redditività rispetto a quanto rappresentato dal Piano Economico CAD IT;
- il Piano Economico CAD IT è stato redatto con una logica “*bottom up*”, costruendo quindi la *top line* cliente per cliente e per singolo prodotto/servizio venduto. A meno del verificarsi di eventi ad oggi non prevedibili, sulla base dei contratti ad oggi in essere, il *management* stima di raggiungere agevolmente gli obiettivi illustrati nel Piano Economico CAD IT per il 2018 ed il 2019. Inoltre sono state rilevate, come anticipato, le significative barriere all’uscita. A fini puramente esplicativi, un’eventuale richiesta di cambio di piattaforma per un cliente, oltre a comportare costi significativi in uscita per lo stesso, necessiterebbe anche di un periodo stimabile in 2 anni per l’implementazione;
- il livello di crescita previsto nel Piano Economico CAD IT è reso possibile dall’operazione di Delisting, che consentirà un rafforzamento della *governance*, comportando quindi una maggior

focalizzazione sullo sviluppo del *business*. Il Piano Economico CAD IT non ipotizza, al momento, distribuzione di dividendi, focalizzando quindi tutte le risorse finanziarie disponibili alla creazione di valore per gli azionisti;

- con riferimento ai costi per servizi, tale voce comprende principalmente costi per collaborazioni esterne, rimborsi per spese e trasferte, canoni di assistenza e manutenzione, *utilities*, costi amministrativi, costi assicurativi e consulenze di vario genere (legali, contabili etc.). Il *management* prevede che l'incidenza di tali costi subirà una flessione dell'incidenza sui ricavi (dal 18% del 2017 al 14% del 2023). Tale diminuzione è ascrivibile ad un risparmio di costi, ipotizzato dal *management* come diretta conseguenza dell'allocazione dei ruoli e mansioni dei dipendenti interni alle attività di *business* del Gruppo precedentemente affidate a collaborazioni esterne. Il decremento previsto si pone in continuità con quanto già implementato e registrato a livello storico (-36% dal 2015 al 2017). Si prevede inoltre il mantenimento dell'attuale livello di costi attribuibili ai servizi di consulenza, legali, contabili etc.;
- il *management* ha assunto una crescita graduale dei costi del personale. Vista la tipicità del *business* e dei servizi proposti, che non prevedono una diretta proporzionalità tra l'aumento dei volumi e l'impiego di personale, nel periodo previsionale non si ipotizza l'inserimento di nuove risorse. In questo senso si segnala che l'organico ad oggi impiegato è ritenuto dal *management* ampiamente sufficiente a raggiungere gli obiettivi di crescita prefissati. In ottica di mantenimento del personale impiegato, il Piano Economico CAD IT ipotizza la diminuzione dell'incidenza del costo del personale sui ricavi (da 64% a 58% nell'arco del Piano Economico CAD IT).

Stato patrimoniale

- *attivo fisso*: l'evoluzione delle immobilizzazioni è determinata sulla base delle ipotesi di investimenti strutturali previsti dal *management* per il periodo di previsione. In particolare, si prevede di mantenere un livello di investimenti relativi all'implementazione di software e prodotti pari a circa Euro 3,7m (immobilizzazioni immateriali) ed un livello di *capex* di mantenimento pari a circa Euro 1m;
- *crediti verso clienti*: l'andamento nel Piano Economico CAD IT dei crediti verso clienti nel periodo di previsione riflette una tempistica media di incasso pari a 140 giorni, in leggero miglioramento rispetto alla media storica registrata negli ultimi 5 anni (160 giorni), ma prudentiale se si considerano le recenti politiche di gestione del circolante implementate dal *management*;
- *debiti verso fornitori*: l'andamento nel Piano Economico CAD IT dei debiti verso fornitori per il periodo previsionale esplicito riflette una tempistica media di pagamento pari a 150 giorni, in linea rispetto alla media registrata storicamente (146 giorni);
- *capitale circolante netto*: è previsto un andamento stabile durante tutto il periodo del Piano Economico CAD IT, sostanzialmente in linea con gli esercizi precedenti, senza considerare quindi i miglioramenti nella gestione clienti/fornitori che hanno portato ad una maggiore generazione di cassa;
- *posizione finanziaria netta*: anche successivamente all'emissione del Prestito Obbligazionario presenta un valore contenuto, grazie alla buona generazione di cassa del Gruppo che storicamente è sempre stato *cash positive* e con un limitato ricorso all'indebitamento bancario. Il Piano Economico CAD IT ipotizza, altresì, la fusione tra CAD IT e Quarantacinque a partire dal quarto trimestre 2018 con il conseguente *push down* del debito attualmente in capo a Quarantacinque. Al 31 marzo 2018, la posizione finanziaria netta risulta positiva (cassa) per circa Euro 17m, per peggiorare nel quarto trimestre 2018 a seguito del *push down* del debito ad Euro 16m (negativa), pari a circa 1.1x l'EBITDA 2017.

7.2. Il Prestito Obbligazionario

L'emissione del Prestito Obbligazionario è stata approvata con delibera dell'Amministratore Unico di Quarantacinque in data 5 marzo 2018, come integrata in data 3 aprile 2018. Ai sensi del

“*subscription agreement*”, Quarantacinque si è impegnata ad emettere, in una o più tranche, titoli obbligazionari per un importo massimo in linea capitale di Euro 53.612.902 che verranno integralmente sottoscritti dai Fondi Magnetar. Alla data del Progetto di Fusione, l’ammontare del Prestito Obbligazionario in linea capitale è pari a Euro 30 milioni.

Il Prestito Obbligazionario presenta le seguenti caratteristiche:

- *prezzo di emissione*: 98% del valore nominale;
- *rimborso*: integrale al quinto anniversario della prima emissione di obbligazioni (*bullet*);
- *tasso annuo nominale*: pari a EURIBOR a 3 mesi (con *floor* pari a 0% e *cap* pari a 1%) più 900 bps;
- *performance fee*: alla data di rimborso integrale del Prestito Obbligazionario (per scadenza ovvero al ricorrere delle ipotesi di rimborso anticipato volontario e obbligatorio), Quarantacinque dovrà corrispondere ai titolari del Prestito Obbligazionario un ulteriore importo (*performance fee*) in misura massima pari al 26,5% (la percentuale applicata – al massimo 26,5% – è contrattualmente proporzionale al debito erogato) della differenza, se positiva, tra (I) l’*Enterprise Value* del gruppo facente capo a Quarantacinque (inclusa CAD IT in caso di mancato perfezionamento della Fusione) al momento del rimborso integrale, calcolato sulla base dell’EBITDA di tale gruppo nel periodo di 12 mesi precedenti il rimborso del Prestito Obbligazionario, moltiplicato per 4,5 e (II) l’*Enterprise Value* di detto gruppo stimato al 31 dicembre 2017 sulla base dell’EBITDA, moltiplicato per 4,5. La percentuale della *performance fee* verrà ridotta proporzionalmente in caso l’ammontare dell’emissione fosse inferiore ad Euro 53.612.902;
- *covenant finanziario*: impegno a mantenere un rapporto tra l’indebitamento lordo consolidato e l’EBITDA consolidato non superiore a 5.5x.

7.3. Analisi della sostenibilità del debito

Il Piano Economico CAD IT ipotizza il perfezionamento della Fusione nel corso del quarto trimestre 2018 con il conseguente *push down* del debito. Come descritto in precedenza, il Gruppo è sempre stato *cash positive*, ovvero sia capace di finanziare la propria crescita – sia organica, sia di natura straordinaria – attraverso la cassa generata dalla gestione caratteristica, con un ricorso all’indebitamento bancario residuale e legato principalmente ad esigenze di breve periodo e di gestione del capitale circolante.

Sebbene Quarantacinque abbia optato per una forma di finanziamento strutturato, l’indebitamento finanziario netto al 31 dicembre 2018 ai sensi del Piano Economico CAD IT risulta pari a Euro 16,6 milioni, risultante dal differenziale tra Euro 30 milioni di debito relativo all’emissione del Prestito Obbligazionario ed una posizione di cassa pari a circa Euro 16,6 milioni e un debito residuo pari a Euro 3,2 milioni. Il *net leverage ratio* patrimoniale definito come il rapporto tra l’indebitamento netto ed il margine operativo lordo, indice utilizzato nella prassi per misurare l’equilibrio finanziario della società e la capacità a rimborsare il debito, risulta pari a 1x, quindi posizionato nella parte bassa della forchetta tipica dei *corporate* italiani individuabile nell’intervallo 1x – 3x.

Con riferimento alla situazione specifica, risulta evidente come l’indebitamento del Gruppo faccia principalmente riferimento al Prestito Obbligazionario per Euro 30 milioni. L’obbligazione presenta un profilo di rimborso interamente a scadenza, non è quindi previsto il rimborso di rate in conto capitale. Inoltre, risulta contrattualmente stabilito nel “*subscription agreement*” che parte dell’emissione obbligazionaria sia destinata alla copertura degli interessi dovuti nel corso dei primi dodici mesi.

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

Con riferimento agli esercizi successivi al primo, la copertura degli interessi è assicurata da un “*interest cover*”, *ratio* finanziario utilizzato nella prassi per misurare la capacità delle aziende a far fronte al pagamento degli oneri finanziari, e definito come il rapporto tra “*free cash flow for debt service*” e gli interessi contrattualmente dovuti, superiore a 2x per tutta la durata del Piano Economico CAD IT. Ciò appare confermare, quindi, la disponibilità di adeguate risorse finanziarie per far fronte al finanziamento in essere.

In funzione delle assunzioni di crescita organica e del perfezionamento delle acquisizioni delle quote di maggioranza di SFB e DPI, il Gruppo sarà in grado di generare un ammontare significativo di cassa, stimato pari a Euro 47 milioni alla data contrattuale di scadenza e quindi di rimborso del debito in conto capitale. Tale previsione avvalorata ulteriormente la capacità del Gruppo a far fronte al proprio indebitamento anche in conto capitale.

Infine, la sostenibilità del debito è stata verificata anche attraverso l’elaborazione di due “*stress case*” (*downside scenario* – caso 1 e *downside scenario* – caso 2), i quali presentano le caratteristiche di seguito riportate.

Downside scenario – caso 1

Il Piano Economico CAD IT ipotizza che non si verifichi alcuna crescita, e che il fatturato e l’EBITDA siano proiettati in maniera inerziale nel periodo 2018-23 a valori costanti come risultanti dal bilancio relativo all’anno fiscale 2017, rispettivamente pari ad Euro 59 milioni ed Euro 12,3 milioni. Nel contesto di riferimento, l’indebitamento rappresentato nel Piano Economico CAD IT risulta sostenibile come evidenziato dalle tabelle riportate alla pagina successiva. Il Gruppo è in grado di far fronte al rimborso degli interessi, ed ha una generazione di cassa progressiva alla scadenza del Prestito Obbligazionario pari a circa Euro 31 milioni, confermando anche in questo caso la sostenibilità del debito.

Downside scenario – caso 2

In questo secondo “*stress case*”, la situazione economico finanziaria previsionale è stata ulteriormente peggiorata. Il Piano Economico CAD IT ipotizza che non si verifichi alcuna crescita e che il valore della produzione rimanga costante per tutto il periodo 2018-23 e pari ai valori registrati nell’esercizio 2017, rispettivamente pari ad Euro 59 milioni ed Euro 12,3 milioni. Inoltre, è stata ipotizzata una progressiva riduzione della marginalità (*EBITDA margin*), dal 21% registrato nel 2017 al 14% previsto nel 2023, con una progressiva riduzione del margine operativo lordo da Euro 12,3 milioni del 2017 ad Euro 7,9 milioni nel 2023. Nel contesto specifico, che rappresenta scenario del tutto improbabile, il Gruppo è in grado di far fronte al ripagamento degli interessi periodici e alla data di scadenza del Prestito Obbligazionario la posizione finanziaria netta risulta pari a Euro 13 milioni, rifinanziabile quindi attraverso un finanziamento bancario di tipo *corporate* – che gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione ritengono accessibile e sostenibile – considerando un livello di leva poco superiore a 1,5x EBITDA 2023.

Scenario Management (€'000)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cassa e Disponibilità Liquide Equivalenti BOP	14.151	16.566	22.941	30.626	38.771	47.163
Free Cash Flow	2.415	6.375	7.684	8.145	8.392	(23.890)
Cassa e disponibilità Liquide Equivalenti EOP	16.566	22.941	30.626	38.771	47.163	23.273
Debito Lordo Consolidato EOP	33.215	32.706	32.732	32.743	32.803	2.864
Posizione Finanziaria Netta EOP	16.609	9.726	2.067	(6.067)	(14.399)	(20.448)
Δ PFN		6.884	7.659	8.134	8.333	6.049
Flusso di Cassa a Servizio del Debito	3.209	9.305	10.608	11.069	11.316	(17.075)
Financial Interests	(794)	(2.930)	(2.924)	(2.924)	(2.924)	(6.815)

Indici

PFN/EBITDA	1,0x	0,5x	0,1x	n.s.	n.s.	n.s.
Debito Lordo Consolidato/EBITDA	2,1x	1,8x	1,7x	1,6x	1,6x	0,1x
Interest Coverage	4,0x	3,2x	3,6x	3,8x	3,9x	(2,5x)

Scenario Downside 1 (€'000)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cassa e Disponibilità Liquide Equivalenti BOP	14.151	16.973	20.578	24.056	27.543	31.036
Free Cash Flow	2.822	3.605	3.478	3.486	3.493	(29.266)
Cassa e disponibilità Liquide Equivalenti EOP	16.973	20.578	24.056	27.543	31.036	1.771
Debito Lordo Consolidato EOP	32.800	32.000	32.000	32.000	32.000	2.000
Posizione Finanziaria Netta EOP	15.788	11.383	7.905	4.418	925	190
Δ PFN		4.405	3.478	3.486	3.493	734
Flusso di Cassa a Servizio del Debito	3.614	6.532	6.398	6.406	6.413	(22.455)
Financial Interests	(792)	(2.926)	(2.920)	(2.920)	(2.920)	(6.811)

Indici

PFN/EBITDA	1,3x	0,9x	0,6x	0,4x	0,1x	0,0x
Debito Lordo Consolidato/EBITDA	2,7x	2,6x	2,6x	2,6x	2,6x	0,2x
Interest Coverage	4,6x	2,2x	2,2x	2,2x	2,2x	(3,3x)

Scenario Downside 2 (€'000)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cassa e Disponibilità Liquide Equivalenti BOP	14.151	16.003	17.074	18.384	19.878	21.148
Free Cash Flow	1.852	1.071	1.310	1.494	1.270	(31.885)
Cassa e disponibilità Liquide Equivalenti EOP	16.003	17.074	18.384	19.878	21.148	(10.737)
Debito Lordo Consolidato EOP	32.986	32.261	32.260	32.259	32.255	12.988
Posizione Finanziaria Netta EOP	16.944	15.148	13.837	12.342	11.068	12.949
Δ PFN		1.795	1.311	1.495	1.274	(1.881)
Flusso di Cassa a Servizio del Debito	2.645	3.998	4.231	4.415	4.191	(25.073)
Financial Interests	(793)	(2.928)	(2.921)	(2.921)	(2.921)	(6.812)

Indici

PFN/EBITDA	1,6x	1,7x	1,5x	1,3x	1,3x	1,6x
Debito Lordo Consolidato/EBITDA	3,1x	3,7x	3,6x	3,5x	3,7x	1,6x
Interest Coverage	3,3x	1,4x	1,4x	1,5x	1,4x	(3,7x)

8. DATA DI IMPUTAZIONE DELLE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE, ANCHE AI FINI FISCALI

La Fusione produrrà effetti civilistici a far data dall'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art. 2504-*bis* del codice civile o dalla data successiva indicata nell'atto di Fusione. A partire da tale data la Società Incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo alla Società Incorporanda.

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

9. RIFLESSI TRIBUTARI DELLA FUSIONE SU CAD IT E QUARANTACINQUE

9.1. Imposte sui redditi e IRAP

Con riferimento alle imposte dirette, le conseguenze di carattere tributario dell'operazione di fusione sono disciplinate dall'art. 172 del D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 (nel seguito anche "TUIR").

In particolare, si ricorda che la legislazione vigente è improntata a principi di generale neutralità dell'operazione di fusione, che non costituisce realizzo né distribuzione di plusvalenze e minusvalenze, né in capo alle società interessate all'operazione di fusione né in capo ai relativi soci.

Da ciò consegue che le eventuali differenze di fusione, che dovessero emergere in esito alla Fusione, non concorreranno a formare reddito imponibile in capo alla Società Incorporante, essendo la Fusione irrilevante ai fini dell'imposizione sui redditi. Simmetricamente, i beni ricevuti dalla Società Incorporante saranno da questa assunti fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi in capo alla Società Incorporanda (principio di continuità dei "valori fiscali riconosciuti").

In coerenza a detti principi, che non trovano eccezioni ai fini dell'Irap, le eventuali differenze di fusione da concambio saranno trattate nel bilancio della Società Incorporante in conformità alla normativa e ai principi contabili che disciplinano il bilancio di esercizio, mentre non assumeranno alcuna valenza ai fini delle imposte sui redditi e dell'Irap.

Le riserve in sospensione d'imposta iscritte nell'ultimo bilancio della Società Incorporanda ed ancora esistenti alla data di efficacia della Fusione verranno trattate in ossequio alle specifiche disposizioni dell'art. 172, comma 5 del TUIR, provvedendo, se del caso, alla loro ricostituzione.

Per quanto riguarda la decorrenza ai fini contabili e fiscali dell'operazione di Fusione, si rimanda al precedente Paragrafo 8 della presente Relazione Illustrativa.

Gli obblighi di versamento della Società Incorporanda, inclusi quelli relativi agli acconti d'imposta e alle ritenute operate su redditi altrui, saranno adempiuti dalla stessa fino alla data di efficacia della Fusione; successivamente a tale data, i predetti obblighi si intendono a tutti gli effetti trasferiti alla Società Incorporante.

9.2. Imposte indirette

Per quanto riguarda le imposte indirette, l'operazione di fusione è esclusa dal campo di applicazione dell'IVA, ai sensi dell'art. 2, comma 3, lettera f) del D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 633. Secondo tale norma non sono considerate cessioni rilevanti ai fini IVA i passaggi di beni in dipendenza di fusioni di società. Ai fini dell'imposta di registro, l'atto di Fusione è soggetto ad imposta fissa nella misura di Euro 200,00, ai sensi dell'art. 4, lett. b), della Tariffa parte I, allegata al D.P.R. 131 del 26 aprile 1986.

9.3. Effetti sugli azionisti della Società Incorporanda

Il concambio delle azioni detenute dagli azionisti della Società Incorporanda con azioni della Società

Incorporante è fiscalmente irrilevante, non costituendo, per essi, realizzo, né distribuzione di plusvalenze, né conseguimento di ricavi. Di conseguenza sulle azioni della Società Incorporante si manterranno i valori fiscalmente riconosciuti delle azioni concambiate.

10. PREVISIONI SULLA COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO RILEVANTE E SULL'ASSETTO DI CONTROLLO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE A SEGUITO DELLA FUSIONE

Tenuto conto delle modalità con le quali si intende procedere all'assegnazione delle azioni di Quarantacinque agli azionisti di CAD IT sulla base del Rapporto di Cambio, fatti salvi gli effetti derivanti dall'eventuale esercizio del Diritto di Recesso (come *infra* definito) da parte degli azionisti di CAD IT che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione, l'assetto azionario della società risultante dalla Fusione si prevede che sia il seguente.

Azionista	% del capitale sociale
Ex azionisti Quarantacinque S.p.A.	60,5%
<i>di cui</i>	
Paolo Dal Cortivo	21,7%
Giulia Dal Cortivo	21,4%
Liliana Lanza	17,5%
Palladio Holding S.p.A.	13,9%
Lazard Frères Gestion SAS	6,7%
Azionisti terzi	18,9%

11. DIRITTO DI RECESSO

L'approvazione della delibera di Fusione non darà luogo ad alcuna ipotesi di diritto di recesso in favore degli azionisti di Quarantacinque, non ricorrendo alcuno dei presupposti previsti dall'art. 2437 del codice civile o da altre disposizioni normative.

*

Si precisa che saranno pubblicati, nel sito internet di Quarantacinque (www.quarantacinquespa.com) e nei termini di legge:

- i) il Progetto di Fusione ed i relativi allegati (tra cui la relazione predisposta da BDO a norma dell'art. 2501-*bis*, comma 5, del codice civile ed il nuovo testo di statuto che sarà adottato dalla società risultante dalla Fusione);
- ii) i bilanci degli ultimi tre esercizi di CAD IT (unitamente alle relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale dei conti di tale società); si precisa che Quarantacinque non ha ancora chiuso alcun bilancio, essendo stata costituita il 19 gennaio 2018;
- iii) la situazione patrimoniale di Quarantacinque alla data del 30 aprile 2018, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater* del codice civile ed approvata dall'Amministratore Unico il 29 maggio 2018; si precisa che, in conformità all'art. 2501-*quater*, comma 2, del codice civile, la situazione patrimoniale di CAD IT è sostituita dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017, approvato dall'assemblea degli azionisti in data 27 aprile 2018;
- iv) la relazione redatta dall'Esperto Comune ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3 e 2501-*sexies* del

codice civile;

- v) la presente Relazione Illustrativa, nonché la relazione illustrativa redatta dal Consiglio di Amministrazione di CAD IT ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3 e 2501-*quinquies* del codice civile, nonché dell'art. 70, comma 2 del Regolamento Emittenti, in conformità allo schema n. 1 del relativo allegato 3A.

La documentazione di cui ai precedenti numeri (i), (iii), (iv) e (v) sarà altresì depositata, nei termini di legge, presso la sede della Società.

*

PROPOSTA DI DELIBERAZIONE DELL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, l'Amministratore Unico sottopone all'approvazione degli azionisti di Quarantacinque S.p.A. la seguente proposta di deliberazione:

“L'assemblea degli azionisti di Quarantacinque S.p.A., riunitasi in sede straordinaria,

- a) visto il progetto di fusione, redatto ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 2, e 2501-*ter* del codice civile;
- b) richiamato il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 di CAD IT S.p.A., già approvato dall'assemblea degli azionisti di data 27 aprile 2018, e preso atto della situazione patrimoniale di riferimento di Quarantacinque S.p.A. alla data del 30 aprile 2018, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater* del codice civile ed approvata dall'Amministratore Unico il 29 maggio 2018;
- c) esaminata la relazione illustrativa dell'Amministratore Unico al progetto di fusione sopra richiamato, redatta ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3 e 2501-*quinquies* del codice civile;
- d) preso atto della relazione redatta, ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3 e 2501-*sexies* del codice civile, da PricewaterhouseCoopers S.p.A., esperto comune designato dal Presidente del Tribunale di Verona ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*sexies*, comma 4;
- e) preso atto della relazione predisposta, a norma dell'art. 2501-*bis*, comma 5, da BDO Italia S.p.A., società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Quarantacinque S.p.A.;
- f) preso atto dell'ulteriore documentazione pubblicata nel sito internet di Quarantacinque S.p.A.,

delibera

- 1) di approvare, ai sensi dell'art. 2502 del codice civile, il progetto di fusione in ogni sua parte (inclusi i relativi allegati) e, conseguentemente, di procedere – nei termini ed alle condizioni ivi previsti – alla fusione per incorporazione di CAD IT S.p.A., con sede legale in Verona, Via Torricelli 44/a, codice fiscale e partita IVA n. 01992770238 in Quarantacinque S.p.A. con sede legale in Verona, Via Torricelli 44/a, codice fiscale e partita IVA n. 04539940231, sulla base del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 di CAD IT S.p.A. e della situazione patrimoniale di riferimento di Quarantacinque S.p.A. al 30 aprile 2018;
- 2) di conferire al Dott. Paolo Dal Cortivo, Amministratore Unico di Quarantacinque S.p.A., anche a mezzo di speciali procuratori all'uopo nominati, ogni più ampia facoltà di apportare ai deliberati assembleari ogni modifica, integrazione o soppressione, non sostanziale, che si rendesse necessaria, a richiesta di ogni autorità amministrativa competente ovvero in sede di iscrizione al Registro delle Imprese;
- 3) di conferire al Dott. Paolo Dal Cortivo, Amministratore Unico di Quarantacinque S.p.A., anche a mezzo di speciali procuratori all'uopo nominati, ogni più ampio potere, senza esclusione alcuna, per dare attuazione alla fusione, nei termini ed alle condizioni previsti nel progetto di fusione (oltre che nella presente deliberazione), per eseguire la delibera di cui sopra ed in particolare per:
 - a) stipulare e sottoscrivere, con l'espressa facoltà di cui all'art. 1395 del codice civile, l'atto di fusione, definendone ogni condizione, clausola, termine, modalità (ivi inclusa la facoltà di stabilirne la data di efficacia, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, comma 2, del codice civile), sottoscrivere eventuali atti integrativi e modificativi del medesimo, il tutto nel rispetto dei termini e delle condizioni di cui al progetto di fusione;
 - b) provvedere in genere a tutto quanto richiesto, necessario, utile o anche solo opportuno per la completa attuazione delle deliberazioni di cui sopra, consentendo vulture, trascrizioni, annotamenti, modifiche e rettifiche di intestazioni in pubblici registri e in ogni altra sede competente, nonché la presentazione alle competenti autorità di ogni domanda, istanza, comunicazione, o richiesta di autorizzazione che dovesse essere richiesta ovvero rendersi necessaria od opportuna ai fini della fusione.”