



**Mediofactoring S.p.A.**

Relazione della società di revisione  
ai sensi dell'art. 2505-*bis*, comma 1,  
del Codice Civile

KPMG S.p.A.  
27 febbraio 2014



**KPMG S.p.A.**  
**Revisione e organizzazione contabile**  
Via Vittor Pisani, 25  
20124 MILANO MI

Telefono +39 02 6763.1  
Telefax +39 02 67632445  
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it  
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

## **Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile**

Al Consiglio di Amministrazione di  
Mediofactoring S.p.A.

### **1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico**

Nell'ambito del progetto di creazione di un polo specialistico della Finanza d'Impresa all'interno del Gruppo facente capo a Intesa Sanpaolo (nel seguito anche il "Gruppo"), nella seduta del 25 febbraio 2014, il Consiglio di Gestione di Intesa Sanpaolo S.p.A. (nel seguito anche "ISP" o "Società Incorporante") ha approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediofactoring S.p.A. (nel seguito anche "Mediofactoring", "Società Incorporata" o anche "la Società") in ISP (nel seguito il "Progetto di Fusione") da attuarsi avvalendosi della procedura prevista dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

In data odierna è oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring il Progetto di Fusione per incorporazione in Intesa Sanpaolo S.p.A..

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile non verrà redatta la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'art. 2501-sexies del Codice Civile, in quanto agli attuali azionisti di minoranza di Mediofactoring (di seguito "Azionisti di minoranza") verrà concesso il diritto (nel seguito il "diritto di vendita") di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo (di seguito anche "Valore di Vendita delle azioni") determinato alla stregua dei criteri previsti per il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

Il diritto di vendita, di cui al precedente paragrafo, secondo quanto riportato nel Progetto di Fusione, è assorbente delle formalità relative al diritto di recesso, spettante agli Azionisti di minoranza di Mediofactoring ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera a) del Codice Civile alla luce del diverso oggetto sociale bancario di ISP rispetto a quello di Mediofactoring.

In tale contesto, KPMG S.p.A. (nel seguito anche "KPMG"), quale soggetto incaricato ai sensi dell'art. 13 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 e ai sensi dell'art. 165 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, della revisione legale del bilancio d'esercizio di Mediofactoring, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società (di seguito "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") l'incarico di redigere un'apposita relazione al fine di esprimere il proprio parere in merito ai criteri seguiti nella determinazione del Valore di Vendita delle azioni di Mediofactoring, ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, determinato in data odierna in via preliminare dal Consiglio di Amministrazione.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, la Direzione della Società e la Direzione di ISP hanno consegnato a KPMG, in via anticipata, la bozza della relazione del Consiglio di Amministrazione della Società che illustra il processo di determinazione del Valore di Vendita

delle azioni e la bozza della relazione predisposta da Deloitte Financial Advisory Services S.r.l. (nel seguito "Deloitte", o il "Consulente") della cui assistenza il Consiglio di Amministrazione della Società si è avvalso per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni, unitamente ad altra documentazione utile allo svolgimento del nostro lavoro.

Nel corso della prima parte del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna, gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del Valore di Vendita delle azioni di Mediofactoring S.p.A., al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

All'esito dell'avvenuto riscontro, da parte nostra, della documentazione fatta propria dal Consiglio di Amministrazione e a noi consegnata al termine della prima fase della seduta consiliare tenutasi in data odierna con quella fornitaci in via anticipata, abbiamo emesso la presente relazione al fine di poter consentire il completamento dell'*iter* consiliare.

Ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile è stato richiesto anche al Collegio Sindacale di Mediofactoring, contestualmente a KPMG, di esprimere un parere sul Valore di Vendita delle azioni determinato dal Consiglio di Amministrazione.

## **2 Descrizione dell'operazione**

### **2.1 Il Progetto**

Il progetto di fusione di Mediofactoring S.p.A. in Intesa Sanpaolo S.p.A., deliberato dal Consiglio di Gestione di ISP nella seduta del 25 febbraio 2014, viene sottoposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione della Società in data odierna.

La prospettata operazione di fusione per incorporazione proposta si inserisce nell'ambito del progetto di creazione di un polo specialistico della Finanza d'Impresa nell'ambito del Gruppo facente capo a Intesa Sanpaolo S.p.A., al fine di riorganizzare la propria offerta di servizi di credito dedicati alle piccole e medie imprese italiane.

Il Progetto, che nella sua prima fase ha contemplato l'integrazione in Mediocredito Italiano S.p.A. (di seguito anche "Mediocredito") delle attività di leasing svolte dal Gruppo, prevede ora l'incorporazione dei servizi di factoring che ad oggi vengono offerti da Mediofactoring S.p.A..

Come noto, infatti, il complessivo progetto ha comportato le seguenti operazioni:

- (i) fusione per incorporazione di Neos Finance S.p.A. in Centro Leasing S.p.A.;
- (ii) fusione per incorporazione di Centro Leasing S.p.A. (quale risultante dall'incorporazione di Neos Finance S.p.A.) in Intesa Sanpaolo S.p.A.;
- (iii) conferimento da Intesa Sanpaolo S.p.A. a Leasint S.p.A. del ramo *leasing* rinveniente dalla fusione per incorporazione di Centro Leasing;

(iv) fusione per incorporazione di Leasint S.p.A. - quale risultante ad esito del predetto conferimento - in Mediocredito Italiano S.p.A..

Dette operazioni hanno avuto efficacia in data 1° gennaio 2014, l'una in un momento immediatamente successivo all'altra, nell'ordine cronologico di cui sopra.

Inoltre, nel corso dell'esercizio 2013, Mediofactoring ha assorbito la società Centro Factoring S.p.A. (di seguito anche "Centro Factoring"), aprendo il proprio capitale a terzi azionisti (2,8%)<sup>1</sup>.

La nuova realtà che deriverà infine dal passaggio delle attività di Mediofactoring in Mediocredito, a completamento di questa complessa operazione di integrazione, sarà pertanto in grado di supportare le PMI italiane offrendo servizi di credito sia a breve che a medio lungo termine.

In particolare, il progetto di riorganizzazione si articolerà nelle seguenti operazioni societarie:

- (a) la fusione per incorporazione di Mediofactoring S.p.A. in ISP (la "Fusione"), con emissione di nuove azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo S.p.A. al servizio della fusione, da assegnare agli Azionisti di Mediofactoring diversi dalla Società Incorporante. In alternativa gli azionisti terzi avranno la possibilità di esercitare il diritto di recesso/vendita;
- (b) il conferimento a Mediocredito S.p.A. da parte di ISP (il "Conferimento") di un ramo d'azienda sostanzialmente costituito dall'aggregato delle attività e passività ad essa rivenienti dalla Fusione di cui alla lettera (a).

## **2.2 L'Operazione**

Come detto precedentemente, ISP detiene una quota del capitale sociale di Mediofactoring del 97,2% e pertanto la Fusione avrà luogo in forma semplificata ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, concedendo agli Azionisti di minoranza di Mediofactoring il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

A seguito del perfezionamento della Fusione, come descritta nel Progetto di Fusione, le azioni ordinarie di Mediofactoring in circolazione saranno annullate senza sostituzione e ISP procederà ad emettere n.130,577 azioni ordinarie di ISP del valore nominale unitario di €0,52 per ogni azione ordinaria di Mediofactoring detenuta dagli azionisti della Società che non avranno esercitato il diritto di vendita ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

---

<sup>1</sup> I principali azionisti terzi sono: UniCredit (1,009%), Banco di Sardegna (0,892%), Gruppo Banca Carige (0,394%), Banco Popolare (0,216%), Banca CARIME (0,046%), CR Bolzano (0,025%), Banca delle Marche (0,022%).

Il soddisfacimento del succitato rapporto di cambio proposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in data odierna prevede l'emissione di nuove azioni ordinarie ISP nel numero massimo di n. 8.995.841 di nominali €4.677.837,32.

Per gli Azionisti di minoranza che avranno invece esercitato il diritto di vendita di cui all'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato in via preliminare il Valore di Vendita delle azioni come descritto nel seguito.

### **3 Natura e limiti della presente relazione**

La presente relazione ha la finalità di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società il parere previsto dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi di valutazione da questo adottati per determinare il Valore di Vendita delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tali metodi.

La presente relazione illustra i metodi applicati dal Consiglio di Amministrazione, anche per il tramite del Consulente, e le eventuali difficoltà incontrate per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico KPMG non ha effettuato alcuna valutazione economica di Mediofactoring. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori di Mediofactoring che si sono avvalsi, a tal fine, del lavoro svolto dal Consulente dagli stessi incaricati.

### **4 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione dalla Direzione di Mediofactoring e dalla Direzione di ISP, ed in particolare:

- la delibera del Consiglio di Gestione di ISP del 25 febbraio 2014 avente per oggetto "*Polo della finanza d'impresa: fusione per incorporazione di Mediofactoring e conferimento del ramo factoring a Mediocredito italiano*", che espone, tra l'altro, il Valore di Vendita delle azioni a cui gli Azionisti di minoranza potranno esercitare il diritto di vendita loro attribuito ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile;
- la Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring sulla fusione per incorporazione di Mediofactoring in ISP, consegnataci anticipatamente in bozza che illustra il processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile;
- il progetto di fusione oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società in data odierna, consegnataci anticipatamente in bozza;

- la Relazione del Consulente, datata 21 febbraio 2014, intitolata “*Progetto Polo Finanza d’Impresa*” (nel seguito congiuntamente anche la “*Relazione del Consulente*”);
- documentazione di lavoro predisposta dal Consulente in cui sono riportati analiticamente le metodologie di valutazione adottate e i valori risultanti dall’applicazione di tali metodologie;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, statistico, strategico, ritenute rilevanti ai fini delle analisi, forniti in forma scritta e verbale;
- ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione;
- il parere del Collegio Sindacale ai sensi dell’art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile;
- la seguente documentazione che è stata, tra l’altro, utilizzata dal Consulente e, successivamente, anche da noi ai fini dello svolgimento del nostro incarico:
  - progetto di bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2013 di Mediofactoring S.p.A., approvato da Consiglio di Amministrazione nel corso della prima parte della seduta consiliare tenutasi in data odierna, su cui è ancora in corso da parte nostra l’attività di revisione legale;
  - bilanci relativi agli esercizi 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012 di Mediofactoring e di Centro Factoring;
  - relazioni trimestrali al 30 settembre 2013 di Mediofactoring e Centro Factoring;
  - informazioni relative all’andamento dei corsi borsistici ottenute attraverso banche dati specializzate, con particolare riferimento a società operanti nel settore bancario;
  - informazioni relative a transazioni aventi ad oggetto quote del capitale di Centro Factoring;
  - statuto vigente di Mediofactoring.

Abbiamo, infine, ottenuto attestazione, mediante lettera sottoscritta in data odierna dal rappresentante legale della Società, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

## **5 Metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori e relativi risultati**

### **5.1 Premessa**

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Società si sono avvalsi del supporto del Consulente ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni ai sensi dell’art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile. Pertanto nel prosieguo del presente paragrafo si farà

riferimento alle considerazioni formulate dal Consulente e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società.

## **5.2 Metodologie adottate**

Il Consulente, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring, ha espresso i seguenti principi generali:

- il Valore di Vendita delle azioni deve essere determinato con riferimento al valore della singola azione della Società, pertanto deve essere stimato il valore intrinseco per il 100% dell'azienda da riproporzionare sul valore delle singole azioni, senza tener conto di eventuali aggiustamenti connessi all'entità della partecipazione considerata;
- il valore intrinseco dipende dal profilo economico, patrimoniale, finanziario e dalla posizione di mercato dell'azienda, oltre che dalle prospettive di reddito futuro e dalla politica di distribuzione dei dividendi, ma deve tuttavia essere determinato anche "tenuto conto dell'eventuale valore di mercato". Pertanto, nel caso di aziende le cui azioni non siano quotate, il rimborso spettante al socio recedente dovrà essere determinato tenendo conto, laddove possibile, di confronti con valori empirici disponibili sul mercato o di prezzi per la cessione di quote dell'azienda stessa;
- la stima deve essere rappresentativa del valore della Società in ipotesi di prosecuzione dell'attività con l'attuale struttura operativa (ipotesi di continuità).

Il Consiglio di Amministrazione, con il supporto del Consulente, ha determinato il Valore di Vendita delle azioni considerando, in osservanza del disposto civilistico, i risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, del modello di Gordon (valore delle prospettive reddituali) e dell'applicazione del metodo delle transazioni comparabili.

Il Consulente ha inoltre espresso le seguenti considerazioni:

- al fine di identificare i criteri di determinazione del corrispettivo a cui i soci potranno esercitare il diritto di vendita si fa riferimento all'articolo 2437-ter del Codice Civile, secondo il quale nella stima del valore si deve tenere conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'attuale valore di mercato delle azioni;
- ai fini della stima del valore delle prospettive reddituali di Mediofactoring:
  - dal punto di vista degli azionisti di minoranza di Mediofactoring il valore della loro partecipazione dipende dai dividendi che la Società distribuirà in futuro;
  - gli azionisti di minoranza non hanno la possibilità di incidere sulla governance di Mediofactoring, definirne le strategie di sviluppo, né di beneficiare di eventuali trasferimenti del controllo della Società.

Nel seguito si riporta la descrizione delle metodologie valutative, adottate dal Consiglio di Amministrazione, supportato dal Consulente, per la determinazione preliminare del Valore di Vendita delle azioni.

La data di riferimento delle suddette valutazioni è il 1° gennaio 2014.

#### *Applicazione del Metodo Patrimoniale Semplice*

Il metodo Patrimoniale Semplice determina il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda in funzione della consistenza patrimoniale della stessa alla data di valutazione.

Nella fattispecie sulla base di questa metodologia, gli Amministratori, con il supporto del Consulente hanno stimato il valore di Mediofactoring pari al patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2013, dedotto l'ammontare complessivo dei dividendi a valere sull'utile 2013, in quanto saranno oggetto di distribuzione prima dell'efficacia della fusione.

#### *Applicazione del Metodo di Gordon*

Il metodo di *Gordon* determina il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda sulla base di un flusso economico, ritenuto sostenibile nel lungo termine, capitalizzato in *perpetuity*.

Nel caso di specie, il valore economico di una società o di un ramo d'azienda è pari al valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo considerato sostenibile, in un orizzonte di lungo periodo.

La formula su cui si basa la metodologia di *Gordon* è la seguente:

$$W = \frac{D}{k_e - g}$$

dove:

$D_t$  = dividendo sostenibile stimato applicando all'utile 2013 il *payout ratio* medio osservato nel periodo 2007- 2013 (56,3%)

$K_e$  = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio;

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo stimato pari al 2%

Poiché successivamente alla fusione la prima distribuzione di dividendi avverrà a valere sull'utile 2014 il valore ottenuto sulla base della formula sopra riportata è stato attualizzato di un anno ovvero al 31 dicembre 2013.

Il  $K_e$ , quantificato in 10,70%, è stato stimato attraverso il *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- $R_f$  = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, identificato sulla base del rendimento medio a sei mesi del *Benchmark* BTP Italia decennale rilevato in data 4 febbraio 2014, pari a 4,15% (Fonte: *Information Data Provider*);
- $B$  = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato), stimato pari al beta adjusted di Intesa Sanpaolo, calcolato su base settimanale e su un orizzonte temporale di 2 anni, (Fonte: *Information Data Provider*), pari a 1,30;
- $R_m - R_f$  = premio, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 5,0%.

Il Consulente, al fine di evidenziare la sensibilità del valore di Mediofactoring rispetto a variazioni del costo del capitale e del tasso di crescita di lungo periodo, ha applicato la suddetta metodologia considerando un intervallo di valori di tali parametri compreso rispettivamente tra 10,20% e 11,20% e tra 1,50% e 2,50%.

#### *Applicazione del Metodo da Transazioni Comparabili*

Il metodo dei Multipli da transazioni comparabili permette di determinare il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con l'azienda o il ramo indagato.

Ai fini dell'applicazione del metodo dei multipli da transazioni comparabili, in funzione delle caratteristiche specifiche dell'operazione, sono state analizzate le operazioni di riacquisto, perfezionate da ISP, aventi ad oggetto pacchetti di azioni di Centro Factoring.

In considerazione del fatto che gli attuali Azionisti di minoranza presenti in Mediofactoring sono conseguenza della fusione per incorporazione di Centro Factoring realizzata nel corso del 2013 ed approvata dalle rispettive assemblee societarie in data 11 ottobre 2013, gli Amministratori hanno ritenuto che i multipli impliciti nelle transazioni rappresentino la miglior *proxy* del valore corrente delle azioni Mediofactoring.

Il Consulente ha individuato un *range* di valori applicando al patrimonio netto 2013 ex dividend di Mediofactoring il valore medio e la media senza estremi del moltiplicatore Prezzo/Patrimonio netto implicito nelle transazioni relative a Centro Factoring descritte in precedenza.

### **5.3 Risultati cui pervengono gli Amministratori con l'assistenza del proprio Consulente**

Sulla base delle metodologie e delle ipotesi sopra illustrate è stato individuato un valore per ciascuna azione Mediofactoring pari a €264,804.

Tale valore risulta dalla media delle valutazioni ottenute applicando le metodologie precedentemente esposte.

Dati in €mln	Min	Max
1 - Metodo Patrimoniale Semplice (a)	602,71	602,71
2 - Metodo Transazioni Comparabili (b)	611,15	638,63
3 - Metodo Gordon (c)	660,74	839,92
Valore 100% MedioFactoring (d=media a,b,c)	624,87	693,75
Numero azioni (# mln) (e)	2,49	2,49
Valore per azione (f=d/e)	250,97	278,64
<b>Valore per azione medio (€)</b>		<b>264,804</b>

#### 5.4 **Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori**

Il Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring in data odierna ha determinato in via preliminare il Valore di Vendita delle azioni in €264,804 per azione.

Tale valore è stato definito dal Consiglio di Amministrazione della Società sulla base della valutazione di Mediofactoring effettuata dal Consulente che, come precedentemente descritto, ha individuato un valore del 100% di Mediofactoring compreso fra €624,87 milioni e €693,75 milioni, corrispondente ad un valore medio per azione di €264,804.

## 6 **Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione**

Il Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring, anche sulla base della Relazione del Consulente, ha evidenziato le seguenti difficoltà:

- i dati patrimoniali al 31 dicembre 2013 utilizzati come base della valutazione sono quelli risultanti dal progetto di bilancio che è stato approvato nel corso della prima parte della seduta del Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring tenutasi in data odierna ovvero nella stessa riunione in cui sarà deliberato anche il Valore di Vendita delle azioni;
- in considerazione del fatto che nel corso del 2013 è stata realizzata un'operazione di fusione attraverso la quale, con efficacia 31 dicembre 2013 Mediofactoring ha incorporato Centro Factoring, ne consegue che le ultime situazioni patrimoniali, usate per ottenere la situazione patrimoniale aggregata ed oggetto di revisione legale completata, sono quelle riferite al 31 dicembre 2012;
- il dividendo per azione che Mediofactoring intende distribuire agli azionisti nel 2014 è stato definito in via provvisoria in Euro 44,00 per azione. Con riferimento a tale aspetto il Consulente ha evidenziato che eventuali variazioni di tale importo dovranno essere riflesse Euro su Euro nel Valore di Vendita delle azioni;

- le azioni di Mediofactoring non sono quotate in un mercato regolamentato né in un sistema di scambi organizzato;
- alla data odierna non risultano disponibili informazioni relative a transazioni di mercato aventi ad oggetto azioni Mediofactoring, tuttavia i recenti riacquisti di quote di minoranza di Centro Factoring realizzati da Intesa Sanpaolo rappresentano la miglior approssimazione del valore di mercato di tali azioni;
- in assenza di proiezioni economico-finanziarie predisposte in ottica stand alone il valore delle prospettive reddituali di Mediofactoring è stato stimato dal Consulente, ipotizzando che la società mantenga nel tempo lo stesso livello di profittabilità.

## 7

### Lavoro svolto

Come già indicato in precedenza, il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Mediofactoring è da noi assoggettato a revisione contabile. Alla data di redazione di tale relazione, non è stata, tuttavia, ancora rilasciata da parte nostra la relativa relazione ai sensi degli artt. 14 e 16 del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 e dell'art. 165 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

Il progetto di bilancio al 31 dicembre 2013 di Mediofactoring è stato oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione nel corso della prima parte della seduta consiliare tenutasi in data odierna. Tale progetto di bilancio non è stato ancora oggetto di approvazione da parte dell'Assemblea degli Azionisti. Tuttavia, ai fini dello svolgimento del presente incarico, abbiamo effettuato discussioni con la direzione della Società al fine di ottenere informazioni rilevanti inerenti i fatti salienti concernenti la sua redazione, abbiamo svolto un'analisi critica degli ammontari in esso esposti e degli indici di bilancio da esso ricavabili, nonché analisi degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci dell'esercizio 2012 di Mediofactoring e Centro Factoring.

Abbiamo inoltre svolto le seguenti principali attività:

- esame del progetto di bilancio di Mediofactoring al 31 dicembre 2013, consegnatoci anticipatamente in bozza. A seguito dell'interruzione della seduta consiliare tenutasi in data odierna, abbiamo ottenuto copia del progetto di bilancio di Mediofactoring al 31 dicembre 2013 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring, al fine di verificare la corrispondenza di questo con quanto già anticipatoci in bozza;
- esame della Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring sulla fusione per incorporazione di Mediofactoring in ISP, che illustra, tra l'altro, il processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni, consegnataci anticipatamente in bozza. A seguito dell'interruzione della seduta consiliare tenutasi in data odierna, abbiamo ottenuto la copia della Relazione del Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring sulla fusione per incorporazione di Mediofactoring in ISP presentata nell'ambito della relazione descrittiva dell'operazione nel corso della prima parte di tale seduta, al fine di verificare la corrispondenza di questa con quanto già anticipatoci in bozza;

- esame del Progetto di Fusione oggetto di approvazione in data odierna nel corso della prima parte del Consiglio di Amministrazione della Società e consegnatoci anticipatamente in bozza. A seguito dell'interruzione della seduta consiliare tenutasi in data odierna, abbiamo ottenuto la copia della Progetto di Fusione per incorporazione di Mediofactoring in ISP presentata nell'ambito della relazione descrittiva dell'operazione nel corso della prima parte di tale seduta, al fine di verificare la corrispondenza di questa con quanto già anticipatoci in bozza;
- esame della Relazione del Consulente, esaminata e fatta propria dal Consiglio di Amministrazione nel corso della prima parte della seduta consiliare tenutasi in data odierna per determinare il Valore di Vendita delle azioni e consegnataci anticipatamente in bozza;
- esame del processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni adottato dal Consiglio di Amministrazione e dal Consulente con l'obiettivo di verificarne l'idoneità, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Vendita delle azioni;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la documentazione utilizzata elencata nel paragrafo 4;
- verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consulente e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione nell'ambito del processo valutativo;
- discussione con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art. 2505-bis del Codice Civile;
- discussioni ed approfondimenti con il Consulente e con la Direzione del Gruppo;
- *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il risultato cui è pervenuto il Consiglio di Amministrazione della Società sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione;
- ottenimento di un'attestazione sottoscritta dal legale rappresentante di Mediofactoring, anche a nome del Consiglio di Amministrazione, che evidenzia la circostanza che alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni.

## **8 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte**

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring, che ha fatto proprie le valutazioni del

Consulente, ha avuto quale scopo principale la determinazione del Valore di Vendita delle azioni ai sensi dell'art. 2505-bis del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico riferito a Mediofactoring non può essere utilizzato per finalità diverse.

In particolare, il Valore di Vendita delle azioni è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione sulla base del valore stimato dal Consulente quale media delle valorizzazioni di Mediofactoring ottenuta mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, del modello di Gordon e del metodo delle transazioni comparabili.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione selezionati dagli Amministratori, coadiuvati dal Consulente, sono di seguito riportate:

- i metodi di valutazione adottati dal Consulente e ripreso dal Consiglio di Amministrazione risultano comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento. Tali metodi, infatti, consentono di cogliere le caratteristiche specifiche della realtà oggetto di valutazione e di esprimerne le diverse componenti di valore;
- la scelta del Consulente ripresa dal Consiglio di Amministrazione di adottare, per la determinazione del valore economico di Mediofactoring, le metodologie descritte al paragrafo 5.2 risulta, anche alla luce della prassi di mercato e delle considerazioni da svolgere nella determinazione del Valore di Vendita delle azioni, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione in esame descrive, ancorché sinteticamente, le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione.

Infine, ferma restando la ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie utilizzate, si segnala che gli Amministratori hanno tenuto conto della consistenza patrimoniale di Mediofactoring, delle sue prospettive reddituali e dell'attuale valore di mercato delle azioni e, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, hanno fissato il Valore di Vendita collocandosi nella fascia media del *range* riveniente dall'applicazione dei suddetti metodi.

## **9 Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico**

Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, in aggiunta a quanto già espresso dagli Amministratori, si segnala quanto segue:

- l'applicazione del metodo di Gordon per la valorizzazione di Mediofactoring ha previsto, oltre al riferimento a parametri di redditività storica, l'utilizzo di stime di carattere prospettico (redditività e *pay-out* sostenibili) che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macro-economico. Nella fattispecie, inoltre, tali stime sono state sviluppate dal Consulente, in mancanza di piani predisposti dalla Società o dal Gruppo cui Mediofactoring appartiene;
- l'applicazione di un metodo analitico è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato da

inconsueti livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze finanziarie determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima.

- non essendo disponibili informazioni relative a transazioni di mercato aventi ad oggetto azioni Mediofactoring, l'applicazione del metodo delle transazioni di mercato risente della non completa comparabilità con l'oggetto della valutazione.
- L'iter di approvazione del progetto di bilancio di Mediofactoring al 31 dicembre 2013 non è ancora stato completato. Questo infatti non è ancora stato approvato dall'Assemblea degli Azionisti e su di esso non sono state ancora emesse le relazioni previste dalla legge (relazione sulla revisione legale e relazione del Collegio Sindacale).

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione sul Valore di Vendita delle azioni di Mediofactoring, redatta ai sensi dell'art. 2505-bis del Codice Civile.

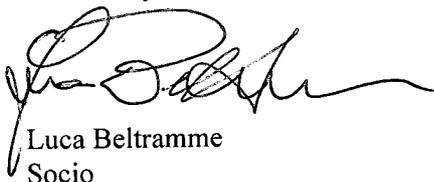
## 10 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione e fermo restando quanto illustrato al precedente paragrafo 9, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni di Mediofactoring S.p.A. non sia, limitatamente alla finalità per le quali esso è stato sviluppato, adeguato in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario e che esso non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni.

La presente relazione è indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Mediofactoring S.p.A. ed è stata predisposta esclusivamente per le finalità di cui all'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile. Tale relazione non potrà pertanto essere divulgata a soggetti terzi, fatta eccezione per gli Azionisti di Mediofactoring S.p.A. che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo art. 2505-bis del Codice Civile, o comunque utilizzata per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Milano, 27 febbraio 2014

KPMG S.p.A.



Luca Beltramme  
Socio