



Raggio di Luna S.p.A.
Bastogi S.p.A.

Relazione della società di revisione
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi
dell'art. 2501-sexies
del Codice Civile

KPMG S.p.A.
30 luglio 2014

Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di
Raggio di Luna S.p.A.

Agli Azionisti di
Bastogi S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Milano, su istanza congiunta di Raggio di Luna S.p.A. (di seguito anche "Raggio di Luna" o "Società Incorporanda") e di Bastogi S.p.A. (di seguito anche "Bastogi" o "Società Incorporante" e congiuntamente a Raggio di Luna, "le Società"), l'incarico di redigere, quale esperto comune, ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Raggio di Luna e quelle di Bastogi (di seguito il "Rapporto di Cambio"). La designazione da parte del Tribunale di Milano è avvenuta con decreto emesso in data 23 maggio 2014, depositato in cancelleria in data 26 maggio 2014.

Ai fini dell'incarico, abbiamo ricevuto dagli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e di Bastogi il progetto di fusione per incorporazione di Raggio di Luna in Bastogi (di seguito, il "Progetto di Fusione"), approvato in data 27 giugno 2014 dagli stessi Organi Amministrativi ognuno per quanto di propria competenza, nonché le Relazioni dei Consigli di Amministrazione di Raggio di Luna e Bastogi (nel seguito, i "Consigli di Amministrazione" o anche gli "Amministratori") a corredo dello stesso, che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio.

Gli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e di Bastogi ci hanno altresì trasmesso le relative situazioni patrimoniali di fusione al 31 dicembre 2013, redatte ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

Secondo quanto indicato nel comunicato stampa diffuso al mercato in data 27 giugno 2014 da Bastogi avente ad oggetto la comunicazione dell'avvenuta approvazione del Progetto di Fusione, lo stesso sarà sottoposto all'approvazione sia dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Raggio di Luna sia dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Bastogi nel mese di ottobre 2014.

2 Sintesi dell'operazione

I Consigli di Amministrazione di Raggio di Luna e di Bastogi, tenutisi in data 14 maggio 2014, hanno approvato e comunicato al mercato l'intenzione di procedere con gli approfondimenti e gli adempimenti preliminari finalizzati a valutare la possibilità di realizzare un'operazione di fusione per incorporazione di Raggio di Luna nella controllata Bastogi (di seguito, la "Fusione"). Per effetto della Fusione, Bastogi verrebbe a detenere le partecipazioni societarie attualmente detenute da Raggio di Luna e, in particolare, una partecipazione pari al 50,057% nel

capitale sociale della società quotata Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A. (nel seguito "Brioschi").

L'operazione di Fusione ha l'obiettivo di rafforzare la struttura patrimoniale di Bastogi, consentendo di conseguenza una semplificazione degli assetti partecipativi del Gruppo. Inoltre, tale operazione permetterà di ottimizzare i flussi finanziari grazie alle potenziali sinergie derivanti da settori di attività con profili diversi di investimento e di rendimento e permetterà un possibile miglioramento nella gestione delle attività sociali mediante la razionalizzazione delle strutture di staff.

I Consigli di Amministrazione di Raggio di Luna e Bastogi, tenutisi in data 27 giugno 2014, hanno deliberato e comunicato al mercato di approvare il Progetto di Fusione relativo all'operazione di fusione (c.d. inversa) per incorporazione della controllante non quotata Raggio di Luna nella controllata quotata Bastogi.

2.1 Società partecipanti alla Fusione e struttura dell'operazione

Le Società partecipanti alla Fusione sono le seguenti:

- **Società Incorporante:**

Bastogi S.p.A., società per azioni con sede legale a Milano, in Via G. B. Piranesi n. 10, codice fiscale ed iscrizione al Registro delle Imprese di Milano n. 00410870588, capitale sociale alla data di approvazione del Progetto di Fusione pari a €12.300.000,00 interamente sottoscritto e versato e rappresentato da n. 17.787.594 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale. Le azioni di Bastogi sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Bastogi è una *holding* di partecipazioni principalmente attiva, attraverso le proprie controllate, nei settori immobiliare, dei servizi per l'arte e dell'attività alberghiera.

- **Società Incorporanda:**

Raggio di Luna S.p.A., società per azioni con sede legale a Milano, in Via G. B. Piranesi n. 10, codice fiscale ed iscrizione al Registro delle Imprese di Milano n. 03264120969, capitale sociale alla data di approvazione del Progetto di Fusione pari a €40.630.100,00 interamente sottoscritto e versato e rappresentato da n. 40.630.100 azioni ordinarie del valore nominale di €1,00 ciascuna. Le azioni di Raggio di Luna non sono negoziate su alcun mercato regolamentato. Raggio di Luna è una *holding* di partecipazioni principalmente attiva, attraverso le proprie controllate, tra le quali la quotata Brioschi, nei settori dell'immobiliare e dell'intrattenimento, oltre che, attraverso la stessa Bastogi, nei settori dei servizi per l'arte e dell'attività alberghiera.

Alla data della presente relazione Raggio di Luna detiene direttamente il 75,472% del capitale sociale ordinario di Bastogi ed il 50,057% del capitale sociale di Brioschi. Tali percentuali sono calcolate sul capitale sociale ordinario.

Raggio di Luna ha attualmente in circolazione complessivi n. 5.235.940 *warrant* che attribuiscono ai portatori il diritto di sottoscrivere n. 1 azione ordinaria Raggio di Luna di nuova emissione ogni n. 1 *warrant* esercitato, al prezzo unitario di €1,12 (di seguito i "Warrant Raggio

di Luna”). I Warrant Raggio di Luna sono esercitabili esclusivamente dal 1° luglio 2015 al 31 dicembre 2015 (termine ultimo di esercizio dei medesimi).

Le situazioni patrimoniali di fusione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501- quater del Codice Civile sono i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2013 delle Società partecipanti alla Fusione. Il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Bastogi è stato approvato dall'Assemblea Ordinaria degli azionisti di Bastogi in data 29 aprile 2014, mentre il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Raggio di Luna è stato approvato dall'Assemblea Ordinaria degli azionisti di Raggio di Luna in data 27 giugno 2014. Tali bilanci sono stati assoggettati a revisione legale rispettivamente da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A. e da parte di Deloitte & Touche S.p.A..

Per effetto della Fusione Bastogi aumenterà il proprio capitale sociale mediante emissione di nuove azioni ordinarie, prive del valore nominale, da assegnare in concambio ai possessori delle azioni Raggio di Luna che saranno in circolazione al momento dell'efficacia della Fusione. I portatori dei Warrant Raggio di Luna ancora in circolazione alla data di efficacia della fusione riceveranno, in sostituzione di tali warrant, warrant esercitabili in azioni Bastogi di nuova emissione (i “Warrant Bastogi”) sulla base del medesimo rapporto di cambio.

Il numero di azioni Bastogi che saranno assegnate agli azionisti di Raggio di Luna dipenderà dal rapporto di cambio individuato dai Consigli di Amministrazione delle due Società partecipanti alla Fusione e oggetto di successiva approvazione da parte delle rispettive Assemblee.

Costituendo la Fusione un'operazione tra parti correlate ai sensi delle applicabili procedure di Bastogi, il rapporto di cambio approvato dal Consiglio di Amministrazione di Bastogi è stato oggetto di parere favorevole del Comitato Parti Correlate di Bastogi riunitosi in data 27 giugno 2014 e riportato nel Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicato il 4 luglio 2014.

2.2 Condizioni sospensive della Fusione

Per effetto della Fusione, Bastogi verrebbe a detenere il 50,057% del capitale sociale di Brioschi. L'operazione in esame potrebbe pertanto rientrare nell'ambito di applicazione dell'art. 106, comma 1, del Testo Unico della Finanza (nel seguito “TUF”), con conseguente obbligo in capo a Bastogi post Fusione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni Brioschi non già detenute da Bastogi. Potrebbe inoltre porsi il tema dell'eventuale obbligo di offerta pubblica d'acquisto sulle azioni Brioschi, non detenute da Bastogi post Fusione, da parte di alcuni o di tutti i soci di Raggio di Luna, che per effetto della Fusione verrebbero complessivamente e congiuntamente a detenere più del 30% della società quotata Bastogi la quale, a sua volta, deterrebbe più del 30% della società quotata Brioschi, con conseguente possibile applicazione della fattispecie dell'”acquisto indiretto” ai sensi e per gli effetti degli artt. 106, comma 3, lett. a) del TUF e 45 del Regolamento Emittenti. In relazione a tali fattispecie, in data 23 maggio 2014 i soci di Raggio di Luna e Bastogi hanno formulato a CONSOB un quesito circa l'applicabilità dell'esenzione di cui agli artt. 106, comma 5, lett. b) del TUF e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, con conseguente assenza di alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto sulle azioni Brioschi non detenute da Bastogi post Fusione.

Per effetto della Fusione, Raggio di Luna verrebbe meno quale autonomo soggetto giuridico, con la conseguenza che le società precedentemente controllate da quest'ultima diverrebbero controllate da Bastogi la quale, a sua volta, cesserebbe di essere partecipata da Raggio di Luna. Tale circostanza assume, in linea di principio, rilevanza con riferimento a talune previsioni contrattuali di rapporti di finanziamento e/o di garanzia accessori che interessano Raggio di Luna, Sintesi S.p.A. (società direttamente controllata da Raggio di Luna) e Bastogi, ai sensi delle quali, a vario titolo, il mutamento dei rapporti tra Raggio di Luna e Sintesi S.p.A. e/o Raggio di Luna e Bastogi necessita di un preventivo consenso delle rispettive banche finanziatrici.

Nel contesto delle negoziazioni già in essere con le rispettive banche finanziatrici al fine di definire taluni ulteriori aspetti dei relativi rapporti di finanziamento, le suddette società hanno anticipato alle medesime banche finanziatrici la necessità di ottenere il loro consenso a procedere con la Fusione, come previsto ai sensi dei relativi contratti.

Per le ragioni sopra esposte, nel Progetto di Fusione e nelle Relazioni degli Organi Amministrativi, gli Amministratori delle Società indicano che l'operazione di Fusione è sospensivamente condizionata alle circostanze che:

- CONSOB confermi che in conseguenza della Fusione non sorga alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su azioni Brioschi in capo ad alcuno degli attuali soci di Raggio di Luna ovvero in capo a Bastogi (anche per effetto dell'applicazione dell'esenzione di cui agli artt. 106, comma 5, lett. b) del TUF e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti - c.d. esenzione per "trasferimenti infragruppo");
- UniCredit S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banco Popolare Soc. Coop. e Banca Popolare di Milano S.c.a. r.l., quali banche creditrici di Sintesi S.p.A., Bastogi e, in virtù di rapporti di garanzia, di Raggio di Luna, prestino il relativo assenso alla Fusione, ciascuna per quanto di rispettiva competenza ed ai sensi del relativo contratto e con le medesime banche, per quanto di competenza, vengano formalizzati gli ulteriori accordi, attualmente in fase di negoziazione, per la definizione di taluni ulteriori aspetti e modifiche ai rapporti di finanziamento in essere su Sintesi S.p.A. e Bastogi.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di Raggio di Luna e di Bastogi idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Organi Amministrativi delle medesime Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Organi Amministrativi a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Organi Amministrativi e dai Consulenti degli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e Bastogi (di seguito i "Consulenti") da essi incaricati.

La presente relazione, pertanto, è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di Raggio di Luna in Bastogi. Essa, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Raggio di Luna e da Bastogi i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:

- 1) Il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e di Bastogi, indirizzate alle rispettive Assemblee straordinarie degli azionisti e che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2013, la determinazione del seguente Rapporto di Cambio:

- *un numero di azioni ordinarie Bastogi, prive del valore nominale, pari a 2,5 ogni n. 1 azione ordinaria Raggio di Luna;*
- *un numero di Warrant Bastogi pari a 2,5 ogni n. 1 Warrant Raggio di Luna.*

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e Bastogi utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima identificate al successivo punto 2) e la documentazione riportata al successivo punto 3).

- 2) Le relazioni di stima del Rapporto di Cambio eseguite dai Consulenti che espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo dagli Organi Amministrativi.
- 3) La seguente documentazione, utilizzata dai Consulenti degli Organi Amministrativi e, successivamente, anche da noi utilizzata ai fini del nostro incarico:
 - la Relazione dell'Amministratore delegato di Bastogi al Consiglio di Amministrazione del 14 maggio 2014;
 - la Relazione dell'Amministratore delegato di Raggio di Luna al Consiglio di Amministrazione del 14 maggio 2014;
 - la Relazione finanziaria annuale del Gruppo Bastogi al 31 dicembre 2013;
 - il Resoconto Intermedio di gestione del Gruppo Bastogi al 31 marzo 2014;
 - il Bilancio civilistico e consolidato di Raggio di Luna relativo all'esercizio 2013, corredato della Relazione sulla gestione;
 - la Relazione finanziaria annuale del Gruppo Brioschi al 31 dicembre 2013;
 - il Resoconto Intermedio di gestione del Gruppo Brioschi al 31 marzo 2014;

- il comunicato stampa di Brioschi del 30 giugno 2014 relativo alla “Richiesta di informazioni ex. Art. 114 D.Lgs. 58/98 - Aggiornamento al 31 maggio 2014”;
- la Situazione Patrimoniale ed Economica sintetica consolidata di Forumnet Holding S.p.A. al 31 dicembre 2013;
- il Bilancio d’esercizio di Forumnet Holding S.p.A. al 31 dicembre 2013;
- il Bilancio d’esercizio di Sintesi S.p.A. al 31 dicembre 2013;
- il Bilancio d’esercizio di Milanofiori 2000 S.r.l. al 31 dicembre 2013;
- il Bilancio d’esercizio di Camabo S.r.l. al 31 dicembre 2013;
- il Bilancio d’esercizio di Infrafin S.r.l. al 31 dicembre 2013;
- il Bilancio d’esercizio di Milanofiori Energia S.p.A. al 31 dicembre 2013;
- i Regolamenti dei Warrant Raggio di Luna con i correlati verbali di Assemblea straordinaria;
- “Accordo di ristrutturazione dell’indebitamento finanziario di talune società del Gruppo Brioschi”;
- “Milanofiori 2000 S.r.l. - Piano Industriale e finanziario 2013-2017 - Relazione di attestazione ex art. 67 c.3 lettera d) l.f.” del 30 luglio 2013;
- l’aggiornamento del 1° agosto 2013 della Relazione di attestazione del piano industriale e finanziario 2013-2017 di Milanofiori 2000 S.r.l. ex art. 67 c. 3 lettera d) l.f.;
- la Relazione di attestazione del 31 gennaio 2014 del piano industriale e finanziario 2013-2017 di Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A., Bright S.r.l., Mip 2 S.r.l., Maimai S.r.l., S’Isca Manna S.r.l. e Milanofiori Energia S.p.A., ex art. 67 c. 3 lettera d) l.f.;
- l’aggiornamento del 15 maggio 2014 della Relazione di attestazione del piano industriale e finanziario 2013-2017 di Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A., Bright S.r.l., Mip 2 S.r.l., Maimai S.r.l., S’Isca Manna S.r.l. e Milanofiori Energia S.p.A., ex art. 67 c.3 lettera d) l.f.;
- Impairment test H2C Gestioni S.p.A. al 31 dicembre 2013 con “chiusura gestionale alberghi marzo 2014”;
- Impairment test Forumnet Holding S.p.A. al 31 dicembre 2013;
- Impairment test Milanofiori Energia S.p.A. al 31 dicembre 2013;
- i pareri legali relativi a contingenze di natura fiscale e amministrativa facenti capo a Sintesi S.p.A.;
- la sentenza della Commissione Tributaria Regionale di Milano - n. 2917/2014 - depositata il 29 maggio 2014 inerente una controversia fiscale facente capo a Kolaze & Ghelon S.r.l. in liquidazione e a Sintesi S.p.A.;

- “Quesito in tema di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie con riferimento all’ipotizzata operazione di fusione di Raggio di Luna S.p.A. in Bastogi S.p.A.” formulato a CONSOB in data 23 maggio 2014;
- le perizie predisposte da primari operatori indipendenti del settore immobiliare aventi ad oggetto la valutazione dei complessi immobiliari afferenti alle Società partecipanti alla Fusione e a loro controllate:
 - “Certificato di perizia - determinazione del valore di mercato riferito ad alcuni immobili del patrimonio immobiliare delle società controllate dal gruppo Bastogi SpA” al 31 dicembre 2013, rilasciato in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del complesso immobiliare di proprietà della società Frigoriferi Milanesi SpA. sito in Milano - via Piranesi 10/12/14” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del complesso immobiliare di proprietà della società Palazzo del Ghiaccio Srl. sito in Milano - via Piranesi 14” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria della società H2C S.r.l. in liquidazione, sita in Milano - via Gallarate 230” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria della società H2C S.r.l. in liquidazione, sita nel Comune di Silea (TV)” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Certificato di perizia - determinazione del valore di mercato riferito al patrimonio immobiliare delle società controllate da Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA” al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato delle proprietà immobiliari di proprietà della società Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, siti nel Comune di Santa Cesarea Terme” al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare di proprietà della società Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, all’interno dell’EX Istituto Sieroterapico a Milano” al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
 - “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un immobile a destinazione terziaria ubicato a Monza, all’angolo tra le vie Lecco e Libertà” - Brioschi - al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;

- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del patrimonio della società Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, situata all'interno del Centro commerciale/direzionale “Latinafiori” a Latina, Via Pier Luigi Nervi” al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di una porzione a destinazione terziaria, con posti auto pertinenziali, situata all'interno dell'edificio convenzionalmente denominato A-1/B, facente parte del centro direzionale Milanofiori, ad Assago” al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria, con fabbricati dismessi, di proprietà della società Lenta Ginestra Srl, sita a Monza - località Torneamento” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un area denominata “Cascinazza” ubicata a Monza (MB) Via Buonarroti - Via Fermi” - Lenta Ginestra S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 3 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un complesso produttivo ubicato in via Zaccarini 1 a San Nicolò di Trebbia, frazione Rottofreno (PC)” - Maimai S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 3 marzo 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un albergo ubicato a Courmayeur (AO) frazione Entreves, Via Brenva 10” - S'isca Manna S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di compendi immobiliari siti in Domus de Maria (CA)” - S'isca Manna S.r.l., SA Tanca Manna Srl e IAG S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un apprezzamento di terreno ad uso agricolo di proprietà della società Camabo Bologna, localizzati nel comune di Castel Maggiore” al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di alcune proprietà immobiliari site a Pula (CA), località Is Morus” - S'Isca Manna S.r.l., Le Arcate S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dell'immobile a destinazione commerciale sito a Quartu Sant'Elena, località Is Mortorius” - S'Isca Manna S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;

- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dell’immobile ad uso residenziale, uffici e commerciale, della società Mip2 Srl, sito in Cagliari - Via Mameli angolo via Pola” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dello stabilimento dismesso occupato dal centro sociale sito a Milano- via Antoine Watteau 7” - L’orologio S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria della società Sigma Srl sita in Milano - via Giampiero Lucini snc” al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della nuda proprietà di 2 appartamenti, con pertinenze annesse, ubicate in Milano - via San Sisto 4” - Bright S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un immobile destinato a Centrale di Cogenerazione, sito in Assago (MI) in via Cascina Venina 20/D” - Milanofiori Energia S.p.A. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un immobile destinato a Centrale di Cogenerazione, sito in Assago (MI) in via Cascina Venina 20/D” - Milanofiori Energia S.p.A. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Certificato di perizia - determinazione del valore di mercato riferito al patrimonio immobiliare delle società controllate dalla Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA” al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare di proprietà della società Milanofiori 2000 Srl”, all’interno del comparto denominato MILANOFIORI NORD ad Assago (MI) - al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dei terreni e degli sviluppi immobiliari facenti parte della porzione convenzionalmente identificata come “Fase 2” all’interno del comparto denominato MILANOFIORI NORD ad Assago (MI) - Milanofiori 2000 S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;
- “Valuation Report - determinazione del valore di mercato dello sviluppo immobiliare “Milanofiori Sud” ubicato a Rozzano” - Infrafin S.r.l. - al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation S.p.A.;

- “Determinazione del valore di mercato riferito a cespiti immobiliari di proprietà della società Sintesi SpA alla data del 30 giugno 2009”, redatta in data 28 luglio 2009 da CBRE - CB Richard Ellis Professional Services;
 - “Determinazione del valore di mercato riferito a unità immobiliari di proprietà della società Varsity SpA alla data del 30 giugno 2009”, redatta in data 28 luglio 2009 da CBRE - CB Richard Ellis Professional Services;
 - i prezzi e i volumi di quotazione sul mercato borsistico, nonché i dati economico-finanziari di sintesi, di Bastogi;
 - gli statuti vigenti di Raggio di Luna e di Bastogi;
 - il sociogramma ante fusione e post fusione del Gruppo Raggio di Luna;
 - il documento denominato “Prospetto di calcolo NAV al 31 dicembre 2013 del Gruppo Brioschi”;
 - il prospetto delle perdite fiscali utilizzabili da società del gruppo Bastogi.
- 4) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:
- il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Antares Immobiliare Italia S.r.l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Forumnet Immobiliare S.r.l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Compagnia della Rancia S.r.l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Spettacoli Internazionali S.r.l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Forumnet Eventi S.p.A.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Forumnet S.p.A.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Music Vox S.r.l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di All Events S.p.A.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Lice Forum S.r.l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di FORUM S.s.d.r.l. Società Sportiva dilettantistica a r. l.;
 - il Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Varsity S.r.l.;
 - il documento denominato “Calcolo NAV partecipazione Bastogi 2013_v2”;
 - il documento denominato “Prospetto di calcolo NAV al 31 dicembre 2013 Camabo V2”;
 - il documento denominato “H2C Hotel Piano economico gestionale alberghi 2014-2016”;
 - l’accordo di ridefinizione del mutuo Palazzo del Ghiaccio S.r.l.;
 - il documento denominato “PFN Forumnet” relativo alla posizione finanziaria netta di Forumnet Holding S.p.A.;

- il comunicato stampa diffuso al mercato in data 14 maggio 2014 da Bastogi avente ad oggetto la comunicazione degli avviati approfondimenti relativi alla possibile fusione per incorporazione di Raggio di Luna in Bastogi”;
- il comunicato stampa diffuso al mercato in data 27 giugno 2014 da Bastogi avente ad oggetto la comunicazione che i Consigli di Amministrazione di Bastogi e Raggio di Luna approvano il progetto di fusione;
- il documento denominato “Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate” per la società Bastogi pubblicato il 4 luglio 2014.

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

5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

5.1 Elementi generali

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori di Raggio di Luna e di Bastogi, con i loro Consulenti, hanno utilizzato i medesimi metodi, la medesima base informativa e i medesimi parametri applicativi, giungendo alle medesime conclusioni quantitative.

I Consulenti hanno fornito agli Amministratori una pluralità di indicazioni relative ai rapporti di cambio proponibili senza una gerarchia delle valutazioni sottostanti. Pertanto, essi non hanno identificato valutazioni principali e valutazioni di controllo.

Come indicato dagli Amministratori, la scelta dei metodi di valutazione ha dovuto temperare un duplice ordine di priorità per tener conto delle caratteristiche delle società partecipanti alla Fusione e della finalità dell’operazione.

In primo luogo, gli Amministratori hanno perseguito l’omogeneità dei metodi di valutazione adottati, quale regola generale per la stima di valori effettivi raffrontabili.

In secondo luogo gli stessi hanno proceduto ad individuare metodi di valutazione adeguati alla situazione concreta delle Società interessate alla Fusione, considerando e ponderando le specificità interne ed esterne.

Al fine di temperare le due sopra indicate esigenze, tenuto conto che una delle Società partecipanti alla Fusione è controllata dall’altra società e che solo una di esse è quotata sul mercato borsistico, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno affiancare all’informativa desumibile dall’adozione del metodo di valutazione patrimoniale semplice quella desumibile dall’analisi delle quotazioni di mercato del titolo Bastogi.

Tale approccio valutativo è finalizzato a tenere in considerazione i diversi elementi conoscitivi a disposizione e, secondo quanto esplicitamente indicato dagli Amministratori, è ispirato ad un principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi.

Gli Amministratori hanno pertanto indicato come ragionevole riconoscere nella valutazione di Bastogi il valore che gli azionisti di minoranza potrebbero in astratto realizzare sul mercato, nel presupposto che l'attuale valorizzazione di Borsa del titolo incorpori potenzialmente alcuni plusvalori impliciti non adeguatamente apprezzabili mediante l'applicazione della metodologia valutativa patrimoniale semplice.

Gli Amministratori hanno, quindi, condotto due analisi valutative:

- una prima analisi basata sull'applicazione del metodo patrimoniale semplice (NAV) sia a Bastogi sia a Raggio di Luna;
- una seconda analisi condotta valutando Bastogi al valore di mercato espresso dalla Borsa e mantenendo ferma la valutazione al NAV di Raggio di Luna (salvo per gli effetti connessi alla valutazione di Bastogi, di cui Raggio di Luna detiene il 75,472%, in base al metodo delle quotazioni di mercato).

Nell'ambito del processo di valutazione di tipo patrimoniale, la valutazione per tutte le società immobiliari, inclusa Bastogi, è basata sulle stime fornite da un esperto del settore circa il valore di mercato delle attività sottostanti. Per le società del settore intrattenimento e di gestione alberghiera le valutazioni sono basate su calcoli di valore attuale dei flussi di cassa futuri predisposte direttamente dagli Amministratori.

I metodi di valutazione adottati per le principali società del perimetro possono essere riassunti come segue:

- Raggio di Luna - metodo patrimoniale semplice sulla base del bilancio separato;
- Bastogi - metodo patrimoniale semplice sulla base del bilancio consolidato e metodo delle quotazioni di borsa;
- Brioschi - metodo patrimoniale semplice sulla base del bilancio consolidato;
- Sintesi S.p.A. - metodo patrimoniale semplice sulla base del bilancio separato;
- Forumnet Holding S.p.A. metodo dei flussi di cassa scontati sulla base di dati finanziari previsionali predisposti su base consolidata;
- H2C Gestioni S.r.l. - metodo dei flussi di cassa scontati sulla base di dati finanziari previsionali della società.

Le valutazioni sono sviluppate sulla base delle situazioni contabili delle società alla data di riferimento del 31 dicembre 2013.

Le rilevazioni delle quotazioni di borsa del titolo Bastogi si riferiscono al periodo che termina con la data di annuncio dell'operazione di fusione (14 maggio 2014).

La valutazione delle azioni Raggio di Luna tiene conto degli effetti potenzialmente connessi alla conversione dei warrant attualmente detenuti dai soci.

5.2 Descrizione dei metodi

5.2.1 Metodo patrimoniale semplice (Raggio di Luna e società controllate, Gruppo Bastogi, Gruppo Brioschi Sviluppo Immobiliare, Sintesi S.p.A. e società controllate)

La valutazione è basata sul patrimonio netto contabile della società rettificato al fine di esprimere a valori equi le attività e passività sottostanti, tenendo conto degli effetti fiscali collegati al realizzo dei valori potenziali.

Nel caso di specie, per le società del perimetro valutate con questo metodo, gli aggiustamenti del patrimonio netto contabile si riferiscono principalmente alle attività immobiliari di proprietà e sono basate su stime del valore di mercato fornite da un esperto del settore.

La definizione di valore di mercato riportata nelle relazioni dell'esperto immobiliare è la seguente: "l'ammontare a cui una proprietà dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni".

Le stime del valore di mercato predisposte dall'esperto immobiliare sono basate su metodi di tipo comparativo e su metodi di tipo reddituale.

Le valutazioni delle attività immobiliari del Gruppo Bastogi e del Gruppo Brioschi Sviluppo Immobiliare, incluse quelle inerenti l'iniziativa di sviluppo della società Infrafin S.r.l., sono state predisposte dall'esperto immobiliare nel mese di febbraio 2014.

Le valutazioni delle attività immobiliari del Gruppo Sintesi sono state predisposte dal medesimo esperto nel mese di luglio 2009.

In aggiunta alle sopra menzionate rettifiche inerenti il valore di mercato delle attività immobiliari si segnalano i seguenti aggiustamenti rilevanti:

- applicazione di un premio di controllo del 10% ad incremento del valore patrimoniale della partecipazione detenuta da Raggio di Luna in Brioschi;
- aggiustamento ad incremento del patrimonio netto contabile di Sintesi S.p.A. dell'importo stimato di indennizzi e risarcimenti potenzialmente spettanti alla società a conclusione del procedimento amministrativo per il contenzioso che riguarda le opere pubbliche occupanti i terreni in località Bollate (Milano).

Non si rilevano aggiustamenti significativi ad altre attività o passività delle società del perimetro.

Per tutti i debiti finanziari, in particolare, le valutazioni predisposte dagli Amministratori e dai Consulenti sottendono l'assunzione che il valore contabile alla data corrisponda anche al valore equo.

5.2.2 Metodo dei flussi di cassa scontati (Forumnet Holding S.p.A., H2C Gestioni S.r.l.)

La valutazione è basata sul calcolo del valore attuale dei flussi di cassa futuri dell'azienda, scontati a un tasso finanziario espressivo del costo-opportunità del capitale.

Nel caso di specie, per le attività del settore intrattenimento gli Amministratori hanno utilizzato i dati del piano del Gruppo Forumnet con un modello di previsione esplicita di cinque anni e valore residuo determinato con il metodo della rendita perpetua.

Per le attività alberghiere gli Amministratori hanno utilizzato i dati del piano della società H2C Gestioni S.r.l. con un modello di previsione esplicita di quattordici anni senza valore residuo. I dati si riferiscono principalmente all'attività di gestione della struttura di Assago Milanofiori.

5.2.3 Metodo delle quotazioni di mercato (Bastogi)

Il metodo delle quotazioni di mercato consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello desumibile dall'andamento del mercato borsistico presso il quale le azioni della medesima sono quotate. In particolare, tale metodo ipotizza l'efficienza del mercato in cui la società è quotata e si traduce nell'identificazione del suo valore economico in funzione delle quotazioni di borsa rilevate in un periodo significativo terminante in data prossima a quella di elaborazione della stima.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo gli Amministratori, allo scopo di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari, hanno analizzato le quotazioni in intervalli temporali di diversa ampiezza selezionando poi un prezzo ponderato in un periodo terminante alla data di annuncio dell'operazione. In tal modo, nella prassi, si riesce a identificare un prezzo che non ha risentito dell'effetto sui mercati della notizia dell'operazione.

Nel caso di specie gli Amministratori e i Consulenti hanno fatto riferimento alle quotazioni del titolo Bastogi rilevate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. nei seguenti periodi:

- 3 - 6 mesi (media semplice);
- 3 - 6 - 12 mesi (media semplice);
- 12 mesi (media delle quotazioni del periodo),

terminanti alla data del 14 maggio 2014.

5.3 Trattamento delle diverse categorie di azioni

Come riportato dagli Amministratori di Raggio di Luna e di Bastogi nelle rispettive Relazioni, il capitale sociale di Bastogi alla data di riferimento ammonta ad €12.300.000,00 rappresentato da n. 17.787.594 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale. Le azioni sono negoziate sul Mercato Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Il capitale sociale di Raggio di Luna alla data di riferimento ammonta ad €40.630.100,00 rappresentato da n. 40.630.100 azioni ordinarie dal valore nominale di €1,00 ciascuna. Le azioni non sono negoziate su alcun mercato regolamentato.

Raggio di Luna ha attualmente in circolazione complessivi n. 5.235.940 warrant che attribuiscono ai portatori il diritto di sottoscrivere n. 1 azione ordinaria di Raggio di Luna di nuova emissione ogni n. 1 warrant esercitato, al prezzo unitario di €1,12.

Tali warrant sono detenuti come segue:

- n. 4.335.940 warrant dal socio Paolo Andrea Colombo (emessi con deliberazione dell'Assemblea Straordinaria dei soci di Raggio di Luna in data 30 maggio 2004 ed il cui regolamento è stato successivamente modificato con deliberazioni dell'Assemblea Straordinaria dei soci di Raggio di Luna del 5 settembre 2012 e del 19 giugno 2014); e
- n. 900.000 warrant dal socio Matteo Giuseppe Cabassi (emessi con deliberazione dell'Assemblea Straordinaria dei soci di Raggio di Luna in data 18 gennaio 2007 ed il cui regolamento è stato successivamente modificato con deliberazioni dell'Assemblea Straordinaria dei soci di Raggio di Luna del 5 settembre 2012 e del 19 giugno 2014);

Per effetto della Fusione Bastogi aumenterà il proprio capitale sociale:

- fino ai massimi di €48.691.015,00 mediante emissione di massime n. 101.575.520 nuove azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale; e
- per massimi €1.308.985,00, mediante emissione di massime n. 13.089.850 nuove azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale, destinate all'esercizio dei warrant che Bastogi emetterà e assegnerà in sostituzione dei Warrant Raggio di Luna non esercitati alla data di efficacia del Progetto di Fusione.

Agli azionisti di Raggio di Luna che non concorrano all'approvazione della deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione spetterebbe il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile, in quanto l'oggetto sociale contenuto nello statuto di Bastogi deve considerarsi più ampio dell'oggetto sociale contenuto nello statuto di Raggio di Luna (incluso lo statuto di Bastogi anche attività non contemplate nello statuto di Raggio di Luna). Al riguardo, si segnala che tutti i soci di Raggio di Luna, mediante comunicazione scritta, hanno: (i) dichiarato che non eserciteranno il diritto di recesso agli stessi eventualmente spettante ai sensi di quanto sopra; e, in ogni caso, (ii) autorizzato il Consiglio di Amministrazione di Raggio di Luna a omettere e non dare corso alla procedura volta a determinare e a far conoscere ai soci di Raggio di Luna il valore di liquidazione delle azioni Raggio di Luna per il caso di recesso.

Non spetta invece alcun diritto di recesso in capo ai soci di Bastogi che non concorrano all'adozione della deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile. Inoltre, non ci si trova nell'ipotesi di applicabilità dell'art. 2437-quinquies del Codice Civile.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nelle Relazioni degli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e Bastogi gli Amministratori individuano le difficoltà incontrate nella valutazione delle Società coinvolte nella Fusione.

Di seguito sono riportate sinteticamente le principali difficoltà incontrate dagli Amministratori:

- complessità del perimetro societario interessato dall'operazione;
- fusione tra una società quotata (Bastogi) ed una società non quotata (Raggio di Luna), con conseguenti tematiche di omogeneità e comparabilità dei riferimenti di valore proponibili, nonché di riconciliazione tra i valori espressi dagli elementi analitici e i valori di mercato;
- significatività delle quotazioni di Borsa per Bastogi;
- valore equo degli immobili in portafoglio principalmente basato su stime, seppur fornite da primario esperto indipendente del settore.

7 Risultati delle valutazioni degli Amministratori

Nella tabella che segue si riportano i valori delle azioni Raggio di Luna e delle azioni Bastogi determinati dagli Amministratori con i metodi descritti nella precedente sezione 5.

In particolare si riportano dapprima i valori risultanti dalla valutazione di Raggio di Luna e Bastogi con il metodo patrimoniale semplice. Successivamente si riportano i valori risultanti dalla valutazione di Raggio di Luna con il metodo patrimoniale semplice e Bastogi con il metodo delle quotazioni di Borsa.

Si riportano inoltre i rapporti di cambio corrispondenti.

Valore per azione (€)	Raggio di Luna	Bastogi	Rapporto di Cambio
Metodo patrimoniale semplice	5,039	0,994	5,070
Bastogi quotazioni di borsa 3 - 6 mesi	5,480	2,520	2,175
Bastogi quotazioni di borsa 3 - 6 -12 mesi	5,379	2,162	2,488
Bastogi quotazioni di borsa 12 mesi	5,170	1,446	3,575

A partire dagli elementi quantitativi sopra riportati il Rapporto di Cambio conclusivamente approvato dagli Amministratori delle due società per l'operazione di fusione è il seguente:

- **n. 2,5 azioni ordinarie Bastogi di nuova emissione, senza valore nominale, per ogni n. 1 azione ordinaria Raggio di Luna da nominali €1 cadauna, senza conguagli in denaro.**

8 Lavoro svolto

8.1 Lavoro svolto sulla “documentazione utilizzata”, menzionata nel precedente paragrafo 4

Come già indicato in precedenza, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2013 di Bastogi, approvato dall'Assemblea Ordinaria degli azionisti in data 29 aprile 2014 ed il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2013 di Raggio di Luna, approvato dall'Assemblea Ordinaria degli azionisti in data 27 giugno 2014, utilizzati ai sensi dell'art. 2501- quater del Codice Civile, sono stati assoggettati a revisione legale, rispettivamente da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A. e Deloitte & Touche S.p.A. (congiuntamente “le Società di Revisione”).

Ai nostri fini abbiamo:

- ottenuto informazioni da parte delle Società di Revisione di Bastogi e di Raggio di Luna circa l'attività di revisione contabile svolta sui suddetti bilanci al fine di accertare che non fossero presenti aspetti di rilievo che potessero influire sull'applicazione delle metodologie valutative;
- ottenuto le relazioni delle Società di Revisione;
- raccolto, anche attraverso discussione con gli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura dei rispettivi bilanci e successivamente all'annuncio del progetto di fusione che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Le sopra descritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci indicate nel precedente paragrafo 1.

8.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il Progetto di Fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501- quater del Codice Civile e le relazioni degli Organi Amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie;
- esaminato le relazioni dei Consulenti;
- esaminato gli statuti sociali attualmente in vigore delle Società partecipanti alla Fusione;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Organi Amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione e dai Consulenti riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Organi Amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione e dai Consulenti ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle Società coinvolte nel Progetto di Fusione;

- verificato l'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati nella specifica circostanza sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dai Consulenti;
- svolto *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata" menzionata nel precedente paragrafo 4;
- analizzato e discusso con la direzione delle Società partecipanti alla Fusione e con i Consulenti, relativamente all'approccio valutativo, alle metodologie adottate ed in generale al lavoro complessivamente svolto ed alle risultanze dello stesso;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio dagli Amministratori con l'ausilio dei Consulenti;
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali delle Società partecipanti alla Fusione, 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 dagli Organi Amministrativi per la determinazione del Rapporto di Cambio.

9 Commenti sull'adeguatezza dei metodi e sulle valutazioni proposte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Organi Amministrativi di Raggio di Luna e di Bastogi consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole Società coinvolte nel progetto di Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle Società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Altri elementi di rilievo da considerare nel caso di specie sono gli obiettivi della Fusione, il rapporto di correlazione esistente tra le due società partecipanti all'operazione, e la posizione degli azionisti di minoranza di Bastogi diversi da Raggio di Luna.

Ciò premesso, le nostre principali considerazioni relative ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio sono le seguenti:

- i metodi adottati dagli Amministratori risultano, anche alla luce della prassi professionale e di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevoli e non arbitrari. Inoltre, le Relazioni predisposte dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame

descrivono ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;

- i metodi valutativi considerati dagli Amministratori e dai Consulenti sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento;
- il metodo patrimoniale semplice adottato per la valutazione delle società coinvolte nell'operazione risponde ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;
- il riferimento al metodo delle quotazioni di mercato per la Società Incorporante è generalmente adottato per le società quotate. Nel caso di specie, tuttavia la società Bastogi si caratterizza per bassa capitalizzazione e per titoli con flottante e volumi di scambi ridotti. La scelta degli Amministratori di utilizzare una media delle quotazioni dei prezzi di borsa osservate in differenti orizzonti temporali sufficientemente ampi e terminanti con la data dell'annuncio dell'operazione appare appropriata sia per mitigare le fluttuazioni di breve periodo dei corsi azionari sia per evitare gli effetti sui prezzi di borsa dell'annuncio dell'operazione;
- le valutazioni che utilizzano valori patrimoniali per la Società Incorporanda e valori di borsa per la Società Incorporante non costituiscono la prassi prevalente in quanto applicano metodi non comparabili tra loro. Nella fattispecie, tuttavia, gli Amministratori hanno adottato tale approccio valutativo per tener conto, da un lato, degli aspetti di complessità valutativa legati alle caratteristiche di ciascuna delle Società interessate all'operazione e, dall'altro, di un principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi;
- nell'ambito del *range* di rapporti di cambio individuati dagli Amministratori mediante l'approccio valutativo sopra menzionato, è stato individuato il rapporto di cambio che tenesse in considerazione il principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi che conduce ad un rapporto di cambio inferiore a quello risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice a tutte le Società interessate all'operazione;
- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata operazione delle attività delle Società interessate dall'operazione.

10 Limiti specifici emersi nell'espletamento del presente incarico

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

- gli Organi Amministrativi con l'ausilio dei Consulenti hanno ritenuto di adottare, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, metodologie di valutazione di tipo analitico. L'applicazione di tali metodologie ha richiesto, oltre al riferimento ai parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economiche finanziarie prospettiche che sono per

loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;

- le quotazioni di borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati finanziari. Nel caso di specie la significatività delle quotazioni di borsa della Società Incorporante è influenzata dalla limitata liquidità, dal flottante ridotto e dalla bassa capitalizzazione del titolo. Tuttavia, l'utilizzo di quotazioni medie relative ad archi temporali sufficientemente estesi consente di attenuare l'effetto di eventuali ampie oscillazioni dei corsi di borsa;
- la valutazione effettuata dai Consulenti e fatta propria degli Organi Amministrativi è basata su scenari alternativi predisposti dagli Amministratori alla luce delle migliori stime a disposizione senza alcuna ulteriore analisi, da parte dei Consulenti, dei valori di recupero delle singole attività delle società gravate da un elevato livello di indebitamento;
- la Fusione risulta subordinata al realizzarsi, antecedentemente alla stipulazione dell'Atto di Fusione, di alcuni eventi che risultano fuori dal controllo degli Amministratori e degli Azionisti delle Società, dettagliatamente descritti nelle Relazioni e richiamati nel successivo paragrafo.

Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del Rapporto di Cambio.

11 Condizioni sospensive

Come descritto già in precedenza al paragrafo 2.2 l'operazione di Fusione è sospensivamente condizionata alle circostanze che:

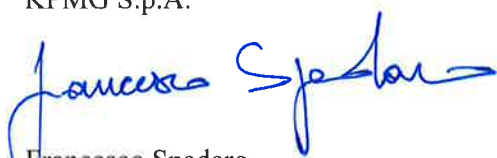
- CONSOB confermi che in conseguenza della Fusione non sorga alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su azioni Brioschi in capo ad alcuno degli attuali soci di Raggio di Luna ovvero in capo a Bastogi (anche per effetto dell'applicazione dell'esenzione di cui agli artt. 106, comma 5, lett. b) del TUF e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti - c.d. esenzione per "trasferimenti infragruppo");
- UniCredit S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banco Popolare Soc. Coop. e Banca Popolare di Milano S. c. a r.l., quali banche creditrici di Sintesi S.p.A., Bastogi e, in virtù di rapporti di garanzia, di Raggio di Luna, prestino il relativo assenso alla Fusione, ciascuna per quanto di rispettiva competenza ed ai sensi del relativo contratto e con le medesime banche, per quanto di competenza, vengano formalizzati gli ulteriori accordi, attualmente in fase di negoziazione, per la definizione di taluni ulteriori aspetti e modifiche ai rapporti di finanziamento in essere su Sintesi S.p.A. e Bastogi.

12 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrato nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi delle Società, anche sulla base delle indicazioni espresse dai loro Consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi, considerando gli effetti connessi a quanto indicato nel precedente paragrafo 11, siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione.

Milano, 30 luglio 2014

KPMG S.p.A.



Francesco Spadaro
Socio