

**PROYECTO DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE**

**CASCADES ITALIA S.r.l.**

**en**

**RENO DE MEDICI S.p.A.**

**INFORME**

**sobre la Relación de Canje de las acciones en virtud del art. 2501 *sexies* del Código Civil Italiano**

**- Este documento es una traducción. En caso de discrepancia prevalece el texto original en Italiano -**

## PROYECTO DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE CASCADES ITALIA S.r.l.

en  
RENO DE MEDICI S.p.A.

### INFORME

sobre la Relación de Canje de las acciones en virtud del art. 2501 *sexies* del Código Civil Italiano

- Este documento es una traducción. En caso de discrepancia prevalece el texto original en Italiano -

A los Accionistas de  
Reno De Medici S.p.A.

y

Al Socio Único  
Cascades Italia S.r.l.

#### 1. Motivo, objeto y naturaleza del encargo

En el marco de la prevista fusión por absorción de Cascades Italia S.r.l. (en adelante "CI" o "Sociedad Absorbida") en Reno De Medici S.p.A. (en adelante "RDM" o "Sociedad Absorbente"), el 9 de agosto de 2007 fuimos nombrados por el Tribunal de Milán, a petición conjunta de RDM y CI (en adelante las "Sociedades"), como expertos en la preparación del informe (en adelante el "Informe") sobre la relación de canje de las acciones de la Sociedad Absorbente por las acciones de la Sociedad Absorbida (en adelante, "Relación de Canje de las Acciones"), en virtud del art. 2501 *sexies* del Código Civil Italiano.

Por ello, recibimos de RDM y de CI el proyecto de fusión por absorción de CI en RDM (el "Proyecto de Fusión") aprobado por sus respectivos Consejos de Administración el 13 de septiembre de 2007, así como el balance de situación al 30 de junio de 2007 de RDM y el balance de situación al 31 de agosto de 2007 de CI, junto con un balance de situación *pro-forma* de la misma fecha, en la que se incluyeron los activos y pasivos recibidos posteriormente tras la aportación por parte del Grupo Cascades de las actividades Europeas en el sector del papel de reciclaje a CI, dichos balances fueron aprobados por los respectivos Consejos de Administración el 13 de septiembre de 2007, y constituyen los balances de situación previstos en el art. 2501 *quater* del Código Civil Italiano.

El Proyecto de Fusión será sometido a la aprobación de la Junta General Extraordinaria de los Accionistas de RDM convocada en primera convocatoria el 26 de octubre de 2007 y, en segunda y tercera convocatoria, los días 27 y 29 de octubre de 2007, respectivamente, en el caso de que sean necesarias; y a la aprobación de la Junta General Extraordinaria de los Accionistas de CI, convocada en primera convocatoria el 27 de octubre de 2007 y, en segunda convocatoria, el 29 de octubre de 2007.

Con el objetivo de proporcionar a los Accionistas de RDM y al Accionista de CI información adecuada sobre la Relación de Canje de Acciones, el Informe indica los métodos utilizados por los Administradores de ambas Sociedades en el cálculo de la Relación de Canje, así como dificultades encontradas en la valoración; dicho informe contiene además, nuestra opinión sobre la idoneidad de tales métodos, el análisis, considerando las circunstancias, de si tales métodos son razonables y no arbitrarios, la importancia relativa atribuida por los Administradores de ambas Sociedades a cada método, así como sobre adecuada aplicación de cada uno de ellos.

En el examen de los métodos de valoración adoptados por los Administradores de RDM y de CI, siguiendo las indicaciones de sus *advisors*, no hemos realizado una valoración económica de las Sociedades objeto de la Fusión. Dichas valoraciones han sido efectuadas por los Consejos de Administración de RDM y de CI y por los *advisors* contratados por ellos.

Con el objetivo de obtener sus propias valoraciones y conclusiones, el Consejo de Administración de RDM, ha utilizado el trabajo realizado por su *advisor* financiero Merrill Lynch International (en adelante el "*Advisor* de RDM"), el cual, ha emitido un informe sobre la fiabilidad ("*fairness opinion*") de la Relación de Canje propuesta por los Administradores de RDM.

Con el objetivo de obtener sus propias valoraciones y conclusiones, el Consejo de Administración de CI, ha utilizado el trabajo realizado por su *advisor* financiero Societa Generale (en adelante el "*Advisor* de CI") el cual, ha emitido un informe sobre la fiabilidad ("*fairness opinion*") de la Relación de Canje de acciones propuesta por los Administradores de CI.

Hemos realizado los procedimientos descritos en este Informe con el fin de expresar una opinión acerca de los métodos de valoración utilizados por los Administradores de ambas Sociedades en la determinación de la Relación de Canje de Acciones y, por consiguiente:

- No son válidos para otros propósitos;
- En ningún caso representa una valoración de los beneficios económicos de la Fusión, ni tampoco, una valoración de los beneficios industriales, financieros y operativos de la fusión indicados en el Informe de los Administradores; es más, tampoco representa una evaluación de la nueva estructura de gobierno que se constituirá una vez completada la fusión.

## 2. Resumen de la operación

El 19 de junio de 2007, RDM y Cascades Inc. y Cascades Paperboard International Inc. firmaron un acuerdo de intenciones en relación con la posible integración de las actividades de producción de cartón de reciclaje de RDM y de las actividades Europeas del Grupo Cascades, cuya Sociedad Dominante, Cascades Inc., cotiza en el mercado bursátil Canadiense.

Con el objetivo de facilitar dicha operación de fusión, el 10 de septiembre de 2007, el Grupo Cascades traspasó su producción europea de reciclaje de cartón a una Compañía Italiana, Cascades Italia S.r.l., participada en su totalidad por Cascades S.A., sociedad francesa.

El 13 de septiembre de 2007, los miembros del Consejo de Administración de RDM y de CI, aprobaron y firmaron el "Proyecto de Fusión" en virtud de los artículos 2501 y siguientes del Código Civil Italiano, el cual, prevé una Relación de Canje de 115.600.000 acciones ordinarias de RDM con un valor nominal de 0,49 euros a cambio de única participación que representa la totalidad del capital social de CI por un valor nominal de 100.000 euros.

Al objeto de realizar el Canje de acciones y completar la fusión, RDM procederá a efectuar una ampliación de capital de 52.962.412,93 euros mediante la emisión de 108.806.557 nuevas acciones con un valor nominal de 0,49 euros cada una.

La Fusión se realizará mediante:

- (i) la anulación de la participación de CI;
- (ii) la asignación a Cascades S.A. de 115.600.000 acciones ordinarias tal y como establece el proyecto de fusión, las cuales, se dividen en 108.086.557 acciones ordinarias de nueva emisión y de 7.513.443 acciones propias (en posesión de RDM).

La fecha efectiva de la Fusión en virtud el art. 2504 *bis* del Código Civil Italiano, párrafo segundo, se establecerá en el Acuerdo Fusión y deberá ser posterior a la fecha de la última inscripción requerida por art. 2504(2) del Código Civil Italiano, (la "Fecha Efectiva de Fusión"). A partir de la Fecha Efectiva de Fusión, la Sociedad Absorbente tomara el control de todos los activos y pasivos de la Sociedad Absorbida.

Tal y como indica el art. 2501 *ter* número (6) del Código Civil Italiano, las operaciones efectuadas por la Sociedad Absorbida, se registrarán en los estados financieros de la Sociedad Absorbente a partir de la Fecha Efectiva de la Fusión y a partir de dicha fecha, también entrarán en vigor también los efectos fiscales de dichas operaciones.

La Fusión, que implica la combinación de compañías, requiere la notificación a las Autoridades *anti-trust* italianas.

Asimismo, la Fusión, que deberá ser aprobada por las Juntas Generales de Accionistas de RDM y de CI, se efectuará con arreglo a la exención de realizar la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) obligatoria en virtud del art. 49, párrafo 1º, letra f) del Reglamento de Emisores Italiano, dadas las genuinas y justificadas necesidades

industriales que a través de la operación de fusión se podrán cubrir.

Por tanto, la Fusión podrá llevarse a cabo siempre y cuando se cumplan las siguientes condiciones:

- (i) La aprobación por parte de la Autoridad *Anti-trust* Italiana; una aplicación específica deberá cumplimentarse para obtener dicha autorización.
- (ii) *Consob* ("Regulador italiano") confirme mediante la emisión de una opinión que la Fusión y los acuerdos o acciones relevantes no requieran la realización una oferta pública de adquisición sobre las acciones de RDM.

### 3. Documentación utilizada

Para la realización de nuestro encargo, hemos obtenido de las Sociedades RDM y CI documentación e información útil para la realización de nuestro trabajo.

Hemos analizado la documentación recibida, y en concreto:

1. El Proyecto de Fusión y los Informes de los Administradores de ambas Sociedades, que serán presentados a sus respectivas Juntas Extraordinarias, y que proponen la siguiente Relación de Canje:

**115.600.000 acciones ordinarias de RDM con un valor nominal de 0,49 euros por acción, a cambio de la participación de CI con un valor nominal de 100.000 euros, que representa la totalidad del capital social de esta último.**

Esta Relación de Canje ha sido determinada por los Administradores de ambas Sociedades en base al trabajo realizado por sus respectivos *Advisors*, tenido en cuenta también los informes de fiabilidad acerca de la relación de canje de acciones (en adelante "*Fairness opinion*") realizados por dichos *Advisors*.

2. Los "*fairness opinion*" emitidos por los *Advisors* de RDM y de CI el 13 de septiembre de 2007, así como la documentación soporte relevante en relación con dicho informe.
3. Los Planes de negocio ("*Business Plan*") de los ejercicios 2007-2010 de RDM y de CI.
4. Los cuentas anuales estatutarias y los estados financieros consolidados del grupo RDM al 31 de diciembre de 2006 y el informe financiero semestral de RDM a 30 de junio de 2007, junto con los correspondientes informes de auditoría; en concreto, los estados financieros de RDM al 30 de junio de 2007 aprobados por el Consejo de Administración el 13 de septiembre de 2007 que fueron utilizados como balance de situación preparado en conformidad con el art. 2501 *quater* del Código Civil Italiano.
5. El balance de situación de CI al 31 de agosto de 2007 aprobado por el Consejo de Administración el 13 de septiembre de 2007, junto con un balance *pro-forma* de la misma fecha que incluyeron los activos y pasivos recibidos

posteriormente tras la aportación de las actividades Europeas del Grupo Cascades en el sector del papel de reciclaje; los estados financieros al 31 de agosto de 2007 de CI se ha utilizado como balance de situación preparado en conformidad con el art. 2501 *quater* del Código Civil Italiano.

6. La informe de valoración emitido el 10 de septiembre de 2007, en virtud del art. 2465 del Código Civil Italiano relativo la aportación de Cascades S.A. a CI, de las actividades de producción de papel de reciclaje;
7. La información financiera del ejercicio 2006 y del primer semestre del ejercicio 2007 de la rama de negocio de papel reciclado del Grupo Cascades fue preparada a partir de los registros contables históricos del Grupo Cascades.
8. El Acuerdo de Combinación ("*Combination Agreement*") firmado el 13 de septiembre de 2007 por RDM con Cascades Inc. y Cascades S.A., destinado a regular ciertos aspectos del proceso de combinación, así como el "*Compliance Program*" del corporativo del grupo que resulte de la combinación de RDM y CI;
9. Los estatutos vigentes de RDM y de CI;
10. La evolución de las cotizaciones bursátiles y volúmenes de negociación de las acciones de RDM
11. Información pública disponible acerca de otras sociedades que operan en el mismo sector así como los estudios y análisis financieros publicados por instituciones especializadas y bancos de inversión.

Finalmente, hemos recibido un certificado, el cual, confirma que, en base al conocimiento de los Administradores de RDM y CI, no se han producido modificaciones significativas ni los datos y ni la información utilizada para nuestro análisis.

#### **4. Métodos de valoración adoptados por los Administradores en la determinación de la Relación de Canje**

Los Administradores de RDM y de CI, actuando de acuerdo a las indicaciones de sus respectivos *Advisors*, y teniendo en cuenta la magnitud y la complejidad de la operación de Fusión, han considerado oportuno identificar varios métodos de valoración, seleccionados entre los considerados más idóneos para calcular el valor de las sociedades implicadas en la Fusión.

##### **4.1. Elección de los métodos y criterios de valoración**

###### **(i) Informe del Consejo de Administración de RDM**

La valoración se ha llevado a cabo teniendo en cuenta los efectos de la Fusión, es decir, con el objetivo de determinar la aportación de cada una de las Sociedades, la Absorbente y la Absorbida, a los activos de la Sociedad que resulte de la Fusión. En

otras palabras, el peso de los activos de cada Sociedad no se ha analizado en valores absolutos sino en valores relativos. Por tanto, dado que los resultados obtenidos no representan una valoración en términos "absolutos" de RDM y CI, no pueden compararse con ningún precio de adquisición o venta. Por consiguiente, las valoraciones obtenidas podrían diferir de las valoraciones efectuadas en otros contextos o con otros fines.

Las valoraciones se han efectuado desde una perspectiva "*stand alone*", es decir, asumiendo la continuidad de la gestión de RDM y de CI, sin tener en cuenta las posibles sinergias que se deriven de la operación de Fusión.

Dado el propósito de la valoración en una fusión, es decir, la determinación de los valores relativos de las sociedades que en ella participan; para la elección de los métodos de valoración se han adoptado criterios homogéneos con el objetivo de obtener unos valores que puedan ser razonablemente comparables, en lugar de valores que puedan ser cuantificados objetivamente.

En principio, el uso de unos criterios homogéneos no obliga necesariamente a la aplicación de los mismos métodos de valoración en todas las Sociedades afectadas directa o indirectamente en la operación de Fusión, ni de los mismos parámetros de valoración en el ámbito de un mismo método.

Por lo tanto, la Relación de Canje ha sido determinada aplicando los métodos de valoración habitualmente utilizados, tanto a nivel nacional como internacional, en transacciones de esta naturaleza y para empresas que operan en los sectores objeto de la operación. En concreto, los principales métodos de valoración identificados son los siguientes: (a) El descuento de los flujos de tesorería (el "*Discounted Cash Flow*" o "DCF") y (b) el método de los multiplicadores de mercado ("*the market multiple method*").

Teniendo en cuenta el hecho de que RDM es una sociedad que cotiza en Bolsa, los Administradores han considerado oportuno utilizar el Método de la Cotizaciones Bursátiles, como método de control para la obtención de los valores relativos de los activos de RDM, y comparar dicha valoración con la valoración de los activos de CI, obtenida de los métodos principales indicados anteriormente, dado que CI no cotiza en Bolsa.

#### (ii) Informe del Consejo de Administración de CI

Los métodos de valoración más utilizados en transacciones de esta naturaleza, tanto a nivel nacional como internacional han sido seleccionados para determinar el valor de los activos de CI y RDM y con el objetivo de estimar la Relación de Canje de acciones.

En concreto, dicha estimación se ha realizado considerando los valores comparativos de ambas Sociedades (CI y RDM), dando prioridad a la uniformidad y a la comparabilidad de los criterios adoptados, en lugar de a la simple determinación del valor absoluto de los activos de las sociedades consideradas individualmente, y considerando la peculiaridades de cada una de ellas, para no descuidar y en consecuencia, no dañar sus intereses específicos. De ello se desprende que las



valoraciones realizadas se refieren exclusivamente al valor de los activos de identificados en CI y RDM.

Por lo indicado anteriormente, la determinación de los valores se ha realizado considerando a ambas Sociedades como entidades distintas a nivel operativo. Por ello, las valoraciones no toman en consideración las sinergias estratégicas, operativas y financieras previstas en la posible integración de ambas Sociedades.

Las valoraciones de ambas Sociedades están destinadas exclusivamente a la determinación de la Relación de Canje de acciones, por lo que no representan valoraciones que podrían ser obtenidas en otros contextos.

El principal método de valoración utilizado ha sido el Método de Descuento de los Flujos de Tesorería (el "*Discounted Cash Flow*" o "DCF"). Como método de control se ha utilizado el Método de los Multiplicadores de Mercado o múltiplos bursátiles ("*Market multiple method*").

#### 4.2. Descripción de los métodos utilizados

Los métodos utilizados son los siguientes:

Método de la Descuento de los Flujos de Tesorería (DCF): Este método determina el valor de una empresa o de una actividad económica en su conjunto y, en concreto, se basa en el supuesto de que el valor de una empresa o de una actividad económica equivale al valor actual de los flujos de tesorería que se generarán en el futuro.

Método de los multiplicadores de Mercado (o bursátiles): El método de los multiplicadores de Mercado (o bursátiles) consiste en determinar el valor de una empresa mediante la observación de las valoraciones atribuidas por mercados financieros a otras empresas con unas características similares.

Método de las cotizaciones bursátiles: Cuando las sociedades tengan acciones cotizadas en mercados secundarios reglamentados, la doctrina y la práctica profesional sugieren tener en cuenta las cotizaciones bursátiles de dichas acciones, medidas en los apropiados periodos de tiempo.

Dado que CI es una sociedad que no cotiza en Bolsa, los Administradores de CI han considerado el método de valoración de los Multiplicadores de Mercado (o bursátiles) como el único método de control respecto del método principal de Descuento de los Flujos de Tesorería (o "DCF"), decidiendo no utilizar el método de las cotizaciones bursátiles ante la falta de datos comparables entre ambas Sociedades.

##### - 4.2.1. Método Discounted Cash Flows DCF

En base a este método, el valor de los activos de una sociedad equivale a la suma (i) del valor actual neto de los flujos de tesorería operativos que la sociedad podrá presumiblemente generar en un periodo de previsión analítico explícito, (ii) de los flujos de tesorería operativos netos actualizados estimados con posterioridad al



periodo de previsión explícito, (iii) del presunto valor de los posibles activos adicionales (*“surplus assets”*) no incluidos en los flujos de tesorería (Ej. Inversiones financieras) menos (iv) la deuda financiera y los intereses minoritarios.

#### (D) Informe del Consejo de Administración de RDM

Para la aplicación del método de Descuento de los Flujos de Caja se utilizó el siguiente enfoque:

- a. Se utilizaron flujos de tesorería derivados de los planes de negocio (*business plan*) elaborados por las Sociedades participantes en la Fusión para el período 2007-2010;
- b. Se estimaron unos valores finales en base a:
  - unos flujos de tesorería estandarizados que consideran (i) el nivel de los principales indicadores de coste para las materias primas y el precio unitario de venta “estandarizado” con respecto al cambios cíclicos que caracterizan al sector en el que operan las Sociedades, y (ii) la equivalencia entre el nivel de las inversiones y de las amortizaciones, tal como se prevé en la teoría y en la práctica profesional;
  - las tasas de crecimiento perpetuo de los flujos estandarizados que reflejan unas perspectivas de crecimiento coherentes con el *benchmarking* del sector, con indicadores macroeconómicos relevantes y acordes con el “*consensus*” de las estimaciones de los analistas.
- c. El coste medio ponderado del capital (*“weighted average cost of capital”* “*WACC*”) utilizado para la valoración de RDM refleja unas hipótesis coherentes con los *benchmark* del sector y acordes con el consenso de las estimaciones de los analistas en lo que se refiere a sus ratios e indicadores (coste de la deuda, tasa de retorno sin riesgo, el coeficiente Beta, prima de rentabilidad exigida por el mercado bursátil, la estructura del capital objetivo); respecto a la valoración de CI, con el objetivo de tener en cuenta la mayor variabilidad de los flujos de tesorería de CI por el riesgo de las hipótesis de *turnaround* y de optimización de costes previstos en el plan de negocio elaborado por la Dirección, se consideró oportuno utilizar un coste medio ponderado del capital (*WACC*) más elevado que el utilizado en la valoración de RDM;
- d. el valor económico atribuible a RDM se determinó, restando la posición financiera neta, el importe atribuible a los accionistas minoritarios y el importe de las indemnizaciones por despido, al valor actual de los flujos de tesorería y sumando el valor de las participaciones registradas siguiendo el método de puesta en equivalencia y el valor actual de los activos disponibles para la venta a dichos flujos de tesorería, en base al balance de situación al 30 de junio de 2007 de RDM. Adicionalmente, se sumó al valor de los flujos de tesorería una estimación del beneficio fiscal resultante del uso en años futuros de una parte de las pérdidas fiscales de ejercicios anteriores debidamente descontado;
- e. El valor económico atribuible a CI se determinó restando al valor actual de los flujos de tesorería el importe relativo a los fondos de pensiones reportados en los estados financieros agregados al 30 de junio de 2007, facilitados por CI y que hace referencia al *carve-out* de las actividades traspasadas, aprobado por su Consejo de Administración el 13 de septiembre de 2007.

#### (i) Informe del Consejo de Administración de CI

Los flujos de tesorería de referencia para la aplicación del criterio en cuestión se derivan de los planes de negocio ("business plan") de RDM y de CI. No se han ampliado las proyecciones económico-financieras más allá del horizonte temporal de referencia de los planes de negocio entregados por las Direcciones de ambas Sociedades.

El *Terminal Value* se ha calculado en base a la fórmula de la renta perpetua aplicada al flujo de tesorería operativo normalizado a largo plazo, al que se le ha aplicado el índice de crecimiento "g" (1,5%), considerado el más significativo para RDM y para CI, teniendo como referencia los indicadores de tendencia establecidos en los planes de negocio de las sociedades, el horizonte temporal de referencia, así como mediante la comparación con los *benchmark* del mercado.

En lo que respecta al *WACC*, se han realizado estimaciones en relación con los parámetros relevantes que lo componen y que consideran también el distinto perfil de riesgo de los activos valorados. En base a las selecciones realizadas en relación a los parámetros en cuestión, se ha procedido a la estimación de un *WACC* equivalente al 7,75% y al 8,5% para RDM y CI, respectivamente.

Los valores patrimoniales ("*Equity Value* or *EV*") calculados con los criterios mencionados anteriormente han sido ajustados a los importes de las respectivas posiciones financieras netas a 30 de junio de 2007, en base a la Relación de canje acordada, el valor de los intereses minoritarios, los activos fiscales y los respectivos fondos de pensiones.

#### **- 4.2.2. Método de los Multiplicadores de Mercado (o bursátiles):**

El método de los Múltiplos de Mercado (o bursátiles) estima el valor del capital en función de las cotizaciones bursátiles registradas en un período significativo, que finaliza en una fecha cercana a la de la elaboración de la estimación.

#### (j) Informe del Consejo de Administración de RDM

Los multiplicadores utilizados a efectos de valoración se encuentran en un intervalo comprendido entre 7,0x y 8,0x el EBITDA previsto para el 2007, y entre 6,0x y 7,0x el EBITDA previsto para el 2008.

Dada la elección de un enfoque "*asset side*", se han utilizado los multiplicadores en el EBITDA puesto que dicha medida constituye la magnitud económico-financiera que mejor representa la generación de flujos de tesorería operativos y, por tanto, representa la medida más adecuada para la obtención del valor del negocio.

El valor de los activos atribuibles a RDM y a CI se ha determinado por el valor del negocio calculado como múltiplo del EBITDA estimado y se ha ajustado por los mismos importes descritos en los puntos d. y e., respectivamente, del apartado anterior, en el cual se describe el método de "*Discounted Cash Flows*" or DCF.

#### (k) Informe del Consejo de Administración de CI

A dicho método se le atribuye únicamente una función de control de los resultados generados en la aplicación del método fundamental descrito en el apartado anterior.

Esta elección se debe principalmente a:

- i) la escasez de sociedades cotizadas comparables,
- ii) la voluntad de "capturar", de la manera más adecuada posible, el valor intrínseco del "Equity" (Patrimonio) de CI, cuyo margen operativo está previsto que se "normalice" en el transcurso de de la vida del plan de negocio.

Considerando todo lo anteriormente mencionado y teniendo en cuenta el sector económico en el que opera, las características operativas, el ámbito geográfico de actividad, las dimensiones de la cifra de negocios y las perspectivas de crecimiento, se han alcanzado las siguientes conclusiones:

- I. CI opera en el sector de producción de papel reciclado, sector con alto grado de concentración, en el que Mayr Melnhof (Austria), RDM (Italia) y Cascades SA ostentan en total el 67% de la cuota de mercado;
- II. El 33% restante, corresponde a sociedades no cotizadas como Weig y Buchmann (Alemania), Kartonsann (Turquía) y Pirinoli (Italia) y que, por consiguiente, no pueden ser utilizadas como sociedades *comparables*;
- III. También hemos estudiado el segmento de los fabricantes de cartón de fibra virgen. En este segmento, se han considerado las siguientes sociedades cotizadas: Holmen (Suecia), Stora Enso y M-Real (Finlandia). Sin embargo, el hecho de que estas sociedades presenten un mayor nivel de capitalización mayor con respecto a los otros dos operadores y que se encuentren también diversificadas en otras actividades operativas (aparte de la actividad objeto de nuestra valoración), ha conllevado su no inclusión en la muestra de sociedades seleccionada.  
En conclusión, las únicas sociedades consideradas comparables son RDM y Mayr Melnhof.

Cabe señalar, que se ha aplicado una reducción del 20% en los múltiplos utilizados para CI con el objeto de reflejar el reducido tamaño y un margen operativo en relación con los datos *comparables* adoptados.

#### - 4.2.3. Método de las cotizaciones bursátiles:

Este método ha sido aplicado exclusivamente por los Administradores de RDM.

Con el fin de respaldar los resultados de los análisis realizados por los Administradores para determinar el valor de los activos de RDM, se procedió a analizar los precios oficiales de cierre de RDM en varios periodos de tiempo relativamente amplios (hasta 12 meses) anteriores al 12 de septiembre, último día de Bolsa disponible antes del anuncio del Proyecto de Fusión.

Adicionalmente, se analizaron los precios oficiales de cierre de RDM en los mismos periodos de tiempo previos al 18 de junio, último día en el que las acciones de RDM cotizaron en Bolsa antes del anuncio de la firma de la Carta de Intenciones, ó en otras palabras, el primer día en el que los Participantes informaron al mercado de la posible operación de Fusión. La decisión realizar este análisis viene determinada por la necesidad de neutralizar cualquier posible efecto especulativo sobre el precio de la acción en Bolsa debido a la divulgación de dicha noticia.

## 5. Dificultades encontradas en la valoración por los Administradores

Los Administradores de RDM han destacado los principales límites y dificultades que deben de considerarse en el proceso de valoración y que son los siguientes:

- a. Las valoraciones se han llevado a cabo utilizando proyecciones económico-financieras. Por su naturaleza, dichas proyecciones presentan un cierto grado de incertidumbre. Estas proyecciones presentan una tendencia de crecimiento, la cual, ha sido observada en el sector en los últimos meses, así como un incremento de los precios de venta y, por tanto, de los márgenes de beneficios, en las proyecciones del plan de negocio de los ejercicios 2007-2010.

Por consiguiente, un posible deterioro de las condiciones macroeconómicas o una evolución distinta del ciclo del negocio podrían afectar significativamente a los resultados proyectados. Dichos riesgos podrían ser parcialmente reducidos, por el hecho de que las proyecciones económico-financieras hayan sido elaboradas por las Sociedades participantes en la Fusión con arreglo a unos criterios e hipótesis homogéneas, y por tanto, los efectos de dichos factores de riesgo podrían verse compensados, al menos parcialmente, verse compensados por la valoración de ambos activos.

- b. La valoración de CI hace referencia al *carve-out* de algunas ramas empresariales antes integradas en Cascades S.A. o en sus filiales. Aunque los estados financieros auditados incluyen los activos y pasivos incluidos en el "carve out" y se han analizado por RDM con la ayuda de sus *advisors* externos, no ha sido posible reconstruir la tendencia histórica de dicho perímetro. Asimismo, aunque los resultados de las anteriores "due diligence" indican que las diferentes ramas empresariales tiene una autonomía operativa propia, no ha sido imposible auditar las unidades de negocio no integradas en la combinación con Cascades S.A.;

- c. En la valoración de los activos de Cascades Italia, que resultan del método de descuento de flujos de tesorería (DFN) y del método de los múltiplos de mercado, se han obtenido utilizando, entre otros, los valores de los estados financieros agregados al 30 de junio de 2007 facilitados por CI con posterioridad a la identificación de las ramas empresariales objeto del *carve-out*. Estos estados financieros agregados, cuyos valores han sido objeto de la *due diligence* encargada por RDM con anterioridad a la definición del perímetro *carve-out*, han sido aprobados por el Consejo de Administración de CI el 13 de septiembre de 2007;

- d. El plan de negocio ("*Business plan*") en el que se basa la valoración de CI contiene como hipótesis la optimización de los costes y el *turnaround* de un centro productivo que está siendo mejorado, pero que todavía no es rentable. Aunque estas hipótesis no son irracionales, debemos de recordar que problemas específicos de dicho centro productivo, podrían tener un impacto en los resultados y en la valoración de CI, que a la fecha no es predecible. Con el fin de descontar dicha incertidumbre y, por tanto, introducir una mayor

variabilidad en los flujos de tesorería de CI, se ha considerado oportuno utilizar en CI, un WACC mayor que el utilizado para la valoración de RDM en la aplicación del método de descuento de flujos de Tesorería (DFN).

Los Administradores de RDM han destacado los principales limitaciones y dificultades encontradas que son las siguientes:

- a. Riesgo relacionado con el hecho de que las valoraciones se basan en proyecciones económico-financieras y, en concreto, al hecho de que el flujo de caja estandarizado utilizado para el cálculo del *Terminal Value* (Método de DCF) demuestra un alto grado de sensibilidad a pequeñas variaciones en los precios de venta y compra de las materias primas estimados en el periodo cubierto por el Plan de negocio (*Business Plan*).
  - b. El reducido número de sociedades cotizadas que operan en el mismo sector y por tanto, comparables (Método de los múltiplos bursátiles).
6. **Resultados obtenidos en la valoración realizada por los Administradores de las Sociedades**

#### 6.1. Determinación de la Relación de Canje por parte de los Administradores de RDM

Tal como se ha descrito anteriormente, la valoración a efectos de la determinación de la Relación de Canje se realizó en base a los resultados de los métodos siguientes: (a) El método de descuento de los flujos de tesorería ("*Discounted Cash Flow*" o "DCF"), (b) El método de los múltiplos de mercado (o bursátiles).

Dado que RDM es una sociedad cotizada, los Administradores han considerado oportuno utilizar, como método de control, el Método de las Cotizaciones Bursátiles. La valoración obtenida con este último método ha sido comparada con los valores resultantes de la aplicación del Método de descuento de flujos de tesorería y del Método de los múltiplos bursátiles en CI, dado que el Método de las Cotizaciones Bursátiles no puede aplicarse en CI ya que dicha sociedad no cotiza en bolsa.

A continuación se resumen las relaciones de canje que resultan de la aplicación de los métodos utilizados por el Consejo de Administración de RDM:

**Resumen de los métodos de valoración y relaciones de canje teóricas**

|   | Relación de Cambio <sup>(1)</sup> |
|---|-----------------------------------|
| <i>Discounted Cash flow</i>                           |                                   |
| <b>Mínimo</b>   | 106,6m x                          |
| <b>Máximo</b>   | 155,2m x                          |
| <i>Múltiplos bursátiles</i>                           |                                   |
| <b>Mínimo</b>   | 105,8m x                          |
| <b>Máximo</b>   | 192,2m x                          |
| <i>Cotizaciones bursátiles y DCF</i>                  |                                   |
| <b>Mínimo</b>   | 124,1m x                          |
| <b>Máximo</b>   | 167,0m x                          |
| <i>Cotizaciones bursátiles y múltiplos bursátiles</i> |                                   |
| <b>Mínimo</b>   | 105,5m x                          |
| <b>Máximo</b>   | 206,5m x                          |

(1) Número de acciones ordinarias de RDM a cambio de la participación de CI.

En base a las consideraciones planteadas en los párrafos anteriores, los balances de Fusión, de los resultados del proceso de valoración y el trabajo realizado por los *Advisors*, el Consejo de Administración de RDM ha determinado la Relación de Canje en:

115.600.000 acciones ordinarias de RDM con un valor nominal de 0,49 euros por acción, por la participación de CI con un valor nominal de 100.000 euros, que representa la totalidad del capital social de esta última. No está previsto ningún canje en metálico.

## 6.2. Determinación de la Relación de Cambio por parte de los Administradores de CI

Tal como se ha descrito anteriormente, el método principal de valoración utilizado por los Administradores de CI ha sido el Método de Descuento de los flujos de caja (o DCF), mientras que como método de control se ha utilizado el Método de los

múltiplos bursátiles (o multiplicadores de mercado).

A continuación se resumen las relaciones de canje que resultan de la aplicación de los métodos de valoración utilizados por el Consejo de Administración de CI:

**Resumen de los métodos de valoración y relaciones de canje teóricas:**

| Discounted Cash Flow              | Participación de CI en RDM tras la Fusión |
|-----------------------------------|---|
| <b>Mínimo</b>                     | <b>30,2%</b>                              |
| <b>Máximo</b>                     | <b>33,4%</b>                              |
| <i>Multiplicadores bursátiles</i> |   |
| <b>Mínimo</b>                     | <b>31,7%</b>                              |
| <b>Máximo</b>                     | <b>33,7%</b>                              |

Con el objeto de permitir la comparación de las valoraciones efectuadas por los Administradores de RDM y de CI que, en sus respectivas relaciones han expresado modalidades distintas, a continuación se resumen las valoraciones realizadas por los Administradores de CI expresadas de acuerdo con el número de acciones ordinarias de RDM por la participación de CI:

**Resumen de los métodos de valoración y relaciones de canje teóricas:**

| <i>Discounted Cash Flow</i>       | Relación de Canje <sup>(1)</sup> |
|-----------------------------------|----------------------------------|
| <b>Mínimo</b>                     | <b>114,1m x</b>                  |
| <b>Máximo</b>                     | <b>126,2m x</b>                  |
| <i>Multiplicadores bursátiles</i> |                                  |
| <b>Mínimo</b>                     | <b>119,8m x</b>                  |
| <b>Máximo</b>                     | <b>127,3m x</b>                  |

(1) Número de acciones ordinarias de RDM a cambio de la participación de CI.



El Consejo de Administración de CI ha determinado la Relación de Canje en: 115.600.000 acciones ordinarias de RDM por una única participación con un valor nominal de 100.000 euros, poseída por Cascades SA, en su calidad de accionista único en CI" (equivalente a una participación del 30,6% de Cascades SA en RDM tras la Fusión). No está previsto ningún canje en metálico.

## 8. Trabajo realizado

### 8.1. Trabajo realizado sobre la "documentación utilizada", mencionada en el punto 3 anterior.

Tal como se ha indicado anteriormente, el informe semestral a 30 de junio de 2007 de RDM y los estados financieros de CI al 31 de agosto de 2007 (que incluye, con efectos retroactivos al 31 de agosto de 2007, información financiera *pro-forma* que contiene la aportación activos relacionados con la actividad de papel reciclado realizada por el Grupo Cascades el 10 de septiembre de 2007) han sido utilizados en virtud del art. 2501 *quater* del Código Civil como referencia en el Proyecto de Fusión. El informe semestral de RDM al 30 de junio de 2007 ha sido objeto de una revisión limitada por parte de PriceWaterhouseCoopers S.p.A., que emitió un informe de revisión limitada sin observaciones el 18 de septiembre de 2007.

Los cuentas anuales estatutarias y los estados financieros consolidados de RDM al 31 de diciembre de 2006 y los estados financieros de RDM al 30 de junio de 2007, han sido objeto de una revisión limitada por parte de la auditora PriceWaterhouseCoopers S.p.A.. Una revisión limitada incluye, entre ellos procedimientos, reuniones de los Auditores con la Dirección de la Sociedad con el objeto de determinar y revisar los principios contables aplicados y los asuntos contabilidad mas significativos en relación con la preparación de dichos estados financieros.

CI fue constituida en el año 2007. Los estados financieros de CI al 31 de agosto de 2007 (incluida la información *pro-forma* mencionada anteriormente) han sido revisados por nosotros con alcance necesario para cumplir con los procedimientos establecidos en el encargo. Tal como se ha descrito anteriormente, la información financiera *pro-forma* ha sido preparada con el objetivo de mostrar la aportación de las actividades de papel reciclado realizada por el Grupo Cascades el 10 de septiembre de 2007, con efectos retroactivos 31 de agosto de 2007.

Hemos examinado el informe de valoración emitido por un experto independiente de fecha 10 de septiembre de 2007 en conformidad con el art. 2645 del Código Civil Italiano, en relación con la aportación de Cascades S.A. a CI, de las actividades de producción de papel reciclado. Adicionalmente, nos hemos reunido con el experto encargado de la emisión del informe valoración en virtud art. 2465 con el objeto con el fin de obtener información relevante para el encargo que nos ha sido asignado.

A través de conversaciones con las Direcciones de ambas Sociedades, hemos obtenido información sobre hechos acaecidos con posterioridad al cierre de los estados financieros previstos en virtud del Art. 2501<sup>quater</sup> del Código Civil Italiano que pudieran tener un efecto significativo en la determinación de los valores objeto de nuestra revisión, y hemos recibido una confirmación que indica que desde la fecha de cierre de dichos estados financieros, hasta la fecha de emisión del presente Informe, no se han producido hechos ni circunstancias que requieran una modificación de la valoración de las Sociedades participantes en la fusión ni una modificación de la Relación de Canje de acciones.

En conversaciones con la Dirección de la Sociedad, hemos analizado las principales características del proceso de estimación de las proyecciones, el criterio utilizado en la preparación del business plan de RDM y CI y de las proyecciones de "cash flow" sin perjuicio de las incertidumbres y limitaciones que se presentan cuando se analiza cualquier tipo de proyección. A continuación, hemos comprobado, con alcance necesario para cumplir con los objetivos de nuestro encargo, que los criterios utilizados para la preparación de los estados financieros de las sociedades son sustancialmente uniformes con aquellos utilizados fueron utilizados para preparar el plan de negocio, balances de situación y las proyecciones de los flujos de caja de las Sociedades. Dado que las filiales de CI preparan sus estados financieros de acuerdo con los principios contables vigentes en sus respectivos países, en concreto Francia, Alemania e Inglaterra, la información financiera histórica del ejercicio 2006 y la del 30 de junio de 2007 han sido ajustada por la Dirección de CI para adaptarla a los principios contables utilizados por RDM. Con el objeto de examinar los ajustes realizados en los datos históricos, hemos obtenido el detalle de dichos ajustes y hemos analizado en conversaciones con la Dirección de CI, los procedimientos realizados para el cálculo de dichos ajustes.

Hemos examinado el acuerdo de combinación ("*Combination Agreement*") y debatido su contenido con las Direcciones de las Sociedades, con el objeto de identificar los posibles efectos en las valoraciones realizadas por los Administradores en la determinación de la Relación de Canje de acciones.

## **8.2. Trabajo llevado a cabo sobre los métodos utilizados para la determinación de la Relación de Canje de Acciones.**

Hemos examinado los métodos utilizados por los Administradores para determinar el valor de las Sociedades RDM y CI y la Relación de Canje de acciones, verificando adicionalmente la idoneidad técnica y las circunstancias específicas.

Adicionalmente, hemos realizado los siguientes procedimientos:

- Análisis de los informes de los Administradores de RDM y CI sobre el Proyecto de Fusión y de los informes preparados por los Advisors de RDM y de CI con el objeto de revisar los procedimientos utilizados en la

determinación de la Relación de Canje de acciones:

- Desarrollo de un análisis de sensibilidad en relación con los métodos de valoración adoptados, con el objetivo de comprobar en qué medida la Relación de Canje de acciones podría ser influida por variaciones en hipótesis y en los parámetros que fueron considerados significativos.
- Revisión de la consistencia de los datos utilizados con respecto a las fuentes de información y a la "Documentación utilizada" descrita en el apartado 3 anterior;
- Comprobación de los cálculos matemáticos en relación con los valores que se obtienen de la aplicación de los métodos de valoración adoptados por los Administradores;
- Comprobación de los cálculos matemáticos de la determinación del número de acciones a emitir por la aplicación de la Relación de Canje de acciones propuesta;
- Reuniones con la Dirección y con los *Advisors* de RDM y de CI para analizar, a través de conversaciones, los procedimientos realizados, los problemas encontrados y las soluciones adoptadas.

Los procedimientos descritos anteriormente, han sido realizados con el alcance determinado en el encargo tal y como se indica en el párrafo 1 anterior.

#### 9. Comentarios acerca de la idoneidad de los métodos utilizados y sobre la exactitud de las estimaciones realizadas.

Las siguientes observaciones se han realizado sin perjuicio de los comentarios realizados en los párrafos anteriores, en relación con la importancia, el alcance y los límites de las valoraciones que se realizan en las operaciones de fusión:

- Los métodos de valoración adoptados están ampliamente difundidos en la práctica profesional Italiana e Internacional, tienen bases teóricas sólidas y se basan en parámetros establecidos por un método generalmente aceptado;
- Considerando las características de las sociedades implicadas en la fusión, los métodos de valoración adoptados parecen adecuados;
- De acuerdo con los tipos de valoración requeridos en la fusión, los métodos se han desarrollado desde una perspectiva stand-alone, es decir, las valoraciones se han realizado bajo el supuesto de continuidad en la gestión de RDM y CI y no se han tenido en cuenta estimaciones relacionadas con la posible realización de sinergias entre las sociedades fusionadas;
- Las metodologías seguidas por los Administradores de RDM y CI, respaldada por sus *Advisors*, han utilizado diversos métodos de valoración, lo que ha permitido cumplir con el criterio de uniformidad de los métodos de valoración, y por tanto, la comparación de los valores obtenidos;

- La aplicación de una amplia variedad de consideraciones, criterios y métodos ha permitido ampliar el proceso de valoración y la realización de procedimientos sustantivos en relación con los resultados obtenidos.

En relación con el desarrollo de los métodos de valoración adoptados por los Administradores, nuestras observaciones son las siguientes:

- La elección del método de DCF como método principal por parte de los Administradores de ambas Sociedades, está justificado por la actividad que realizan ambas Sociedades, y que genera beneficios y aspectos financieros relevantes a efectos del proceso de valoración;
- La aplicación del método de los múltiplos bursátiles (o de mercado), que ha sido utilizado como método principal por sólo los Administradores de RDM y a efectos de control por parte de los Administradores de CI, ha sido aplicado en ambas Sociedades, mediante el uso del multiplicador *Enterprise Value/EBITDA* (Valor de la compañía / EBITDA) - el cual, es el más significativo y frecuentemente adoptado en la práctica profesional.
- Finalmente, considerando el hecho de que la Sociedad RDM cotiza en bolsa, los Administradores de RDM han utilizado el método de las cotizaciones bursátiles como método de control. En este caso, dado el gran número de acciones cotizadas y de accionistas, y dados unos volúmenes de negociación suficientemente elevados con una baja volatilidad durante un periodo de tiempo significativo, dicho método representa un indicador relevante para la valoración de RDM, aunque no pueda aplicarse en CI por tratarse de una sociedad no cotizada.

#### 10. Límites del auditor en el despliegue del presente encargo

Tal y como hemos indicado anteriormente, para la realización de nuestro proyecto hemos utilizado datos, documentos e información proporcionada por las Sociedades participantes en la Fusión, asumiendo que dichas fuentes son veraces, fiables y e íntegras, por lo que no hemos realizado ninguna comprobación al respecto. Del mismo modo, no se han realizado, dado que no estaban incluidas en el alcance de nuestro trabajo, comprobaciones y/o valoraciones acerca de la validez y obligación de cumplir los acuerdos realizados entre RDM y CI y/o sus filiales, o los efectos que la fusión podría tener sobre los mismos.

#### 11. Conclusiones

En base a la documentación examinada y a los procedimientos descritos en los párrafos anteriores, y considerando la naturaleza y el alcance de nuestro trabajo, tal como se ilustra en el presente Informe, consideramos que los métodos de valoración adoptados por los Administradores de RDM y de CI, siguiendo las recomendaciones de sus *Advisors*, son -teniendo en cuenta las circunstancias razonables y no arbitrarias, y que dichos métodos han sido correctamente aplicados a efectos de determinar de la

Relación de Canje de las acciones contenido en el Proyecto de Fusión, que es como sigue equivalente a:

**115.600.000 acciones ordinarias de RDM con un valor nominal de 0,49 euros por acción, a cambio de la participación de CI con un valor nominal de 100.000 euros, que representa la totalidad del capital social de esta última. No está previsto ningún canje en metálico.**

Milán, 26 de septiembre de 2007

Reconta Ernst & Young S.p.A.  
(firmado en el original)  
Edoardo Samazzaro  
(Socio)