

**Informe justificativo del Consejo de Administración de Cascades Italia S.r.l. sobre el  
proyecto de de Cascades Italia S.r.l en Reno De Medici S.p.A.**

13 de septiembre de 2007

*Redactado de conformidad con lo previsto en el artículo 2501-quinquies del código civil*

Señores Accionistas,

El Consejo de Administración les convoca con carácter extraordinario para someter a su aprobación el proyecto de fusión por incorporación (en lo sucesivo, la “**Fusión**”) de Cascades Italia S.r.l. (en lo sucesivo “Cascades Italia” o la “**Sociedad Absorbida**”) en Reno De Medici S.p.A. (en lo sucesivo “**RdM**” o la “**Sociedad Absorbente**”). El presente informe ilustra la Fusión, bajo el perfil jurídico y económico y, en concreto, la relación de cambio señalada en el proyecto de fusión (el “**Proyecto de Fusión**”), y que evidencia, con relación al mismo, los criterios utilizados para su determinación, todo ello de conformidad con lo previsto en el art. 2501-quinquies del código civil.

## **1. ILUSTRACIÓN Y RAZONES DE LA OPERACIÓN**

### **1.1 Estructura de la operación.**

El 19 de junio de 2007, la Sociedad, de un lado, y Cascades Inc. y Cascades Paperboard International Inc., del otro, suscribieron una carta de intenciones (en lo sucesivo, la “**Carta de Intenciones**”) que contempla un supuesto de integración entre la Sociedad y las actividades europeas del grupo Cascades. Los aspectos relevantes del proyecto fueron hechos públicos el pasado 20 de junio mediante un comunicado de prensa.

RdM es una sociedad operativa en el sector de la producción, transformación y distribución de productos de papelería, incluso a través de sociedades controladas en Italia, Francia, España y Alemania. RdM es una sociedad que cotiza en el Mercado Telemático italiano organizado y gestionado por Borsa Italiana S.p.A. y en el Mercado Continuo de Madrid y Barcelona, mercado organizado y gestionado por BME (Bolsas y Mercados Espanoles).

Concretamente, la Carta de Intenciones prevé que la integración se realice en dos fases: en una primera fase, en el sector de la producción de cartón de reciclaje y, en una segunda fase, posiblemente en el sector de la producción de cartón de fibra virgen.

Al término de las negociaciones celebradas entre las partes, se alcanzó un acuerdo sobre la integración entre RdM y las actividades europeas del grupo Cascades en el sector de la producción de papel reciclado. La operación, que contempla la primera fase mencionada de la más amplia integración esbozada en la Carta de Intenciones, se articula con arreglo a los siguientes términos.

Con el objeto de realizar la integración de la manera más eficaz y funcional posible, y evitar las dificultades que puedan derivarse de una operación de escisión transfronteriza, las partes valoraron y acordaron la oportunidad de acometer dicha integración mediante fusión por incorporación en RdM de una sociedad debidamente constituida de Cascades S.A. y beneficiaria de las actividades relativas al sector del papel reciclado objeto de la integración.

Para ello, Cascades S.A. acometió previamente la reorganización de sus propias actividades con el objeto de aislar las destinadas a la integración con RdM.

Esta operación preliminar de reorganización ha comportado que las sociedades Cascades Blendecques SAS (mediante el traspaso de la rama empresarial por parte de Cascades S.A.), Cascades Cartonboard UK, Ltd (mediante la fragmentación de las actividades ajenas al papel reciclado) y Cascades Arnsberg GmbH, todas ellas controladas con carácter totalitario por Cascades S.A., se convirtieran en propietarias exclusivas de las actividades europeas del grupo Cascades relacionadas con el sector del papel reciclado. Dichas participaciones totalitarias han sido traspasadas a Cascades Italia.

Tras la Fusión que sometemos a su aprobación y la consiguiente incorporación de Cascades Italia en RdM, esta última, de la que Cascades Italia se convertiría, en virtud de la relación de cambio prevista en el Proyecto de Fusión, en el principal accionista único, encabezaría un grupo de empresas operativas en los principales mercados europeos y, en concreto, en Francia, Alemania y España. El grupo resultante de la integración representaría el segundo productor más importante de papel reciclado en Europa y se beneficiaría de unas destacadas sinergias industriales y de distribución (consultar el siguiente párrafo 4 al respecto).

De igual modo, las partes alcanzaron un acuerdo sobre la mencionada segunda fase de integración relativa a las actividades europeas de Cascades en el sector de la producción de cartón de fibra virgen, concentradas en los centros productivos de La Rochette (Francia) y de Djupafors (Suecia). Los acuerdos entre las partes prevén la asignación a RdM y a Cascades, respectivamente, de una opción de compra en el año 2010 y de una opción de venta factible en el año 2011, y que tienen por objeto las actividades europeas de Cascades en el sector de la producción de cartón de fibra virgen.

Esta posible integración posterior permitiría realizar posteriores sinergias de distribución pudiendo así RdM ofrecer también el producto “virgen” a su propia clientela”.

En el marco de esta posibilidad de una posterior explotación de sinergias y de una posible segunda fase de integración, se acordó que, en el contexto de la Fusión, RdM y Cascades constituirían una joint venture para la gestión coordinada y centrada de las respectivas redes de distribución en los sectores del papel “virgen” y “reciclado”, con arreglo a los términos descritos en el párrafo 3.2.

## **1.2. Justificaciones de la operación**

La operación conllevaría la creación de uno de los operadores de mayor importancia en el mercado europeo del cartón reciclado y permitiría unas importantes sinergias industriales y comerciales con la consiguiente mejora del perfil global de ambos participantes en el proyecto.

Entre las principales justificaciones de la operación cabe destacar (i) la puesta a disposición de una oferta completa de productos para los clientes con “líner”, productos vírgenes y reciclados, a través de una red de venta capilar en el territorio europeo, (ii) la realización de una destacada integración industrial, el

reparto de las “best-practice” y la convergencia financiera entre una organización líder en Norteamérica y otra líder en Europa, lo que conllevaría, en concreto, unas considerables ventajas en la oferta de servicios a usuarios finales con una dimensión global así como la consolidación de una sólida plataforma mundial destinada al crecimiento, (iii) la posibilidad para ambas partes de competir con los actuales líderes europeos y participar en la consolidación del mercado y combatir el exceso de producción en Europa, y por último (iv) la posibilidad para ambas partes de beneficiarse de sus respectivas experiencias en el ámbito de la reestructuración empresarial.

## **2. SOCIEDADES PARTICIPANTES EN LA FUSIÓN**

### **2.1 Sociedad Absorbente**

Reno De Medici S.p.A.

#### **2.1.1 Denominación social**

Reno De Medici Sociedad Anónima

#### **2.1.2 Domicilio social**

Domicilio social: Milán, Via dei Bossi, 4

Dirección General y Administrativa: Pontenuovo di Magenta (MI) – Via G. De Medici, 17

#### **2.1.3 Elementos de identificación**

RdM está inscrita en el Registro Mercantil de Milán con el número de inscripción y código de identificación fiscal 00883670150

#### **2.1.4 Historia reciente**

La actual RDM nació en 1997 tras la fusión entre RdM S.p.A. y Saffa S.p.A., sociedades operativas en el sector de la producción de cartón reciclado para embalaje. Tras la mencionada operación, la Sociedad se convirtió en el principal productor italiano y el segundo a nivel europeo en su sector.

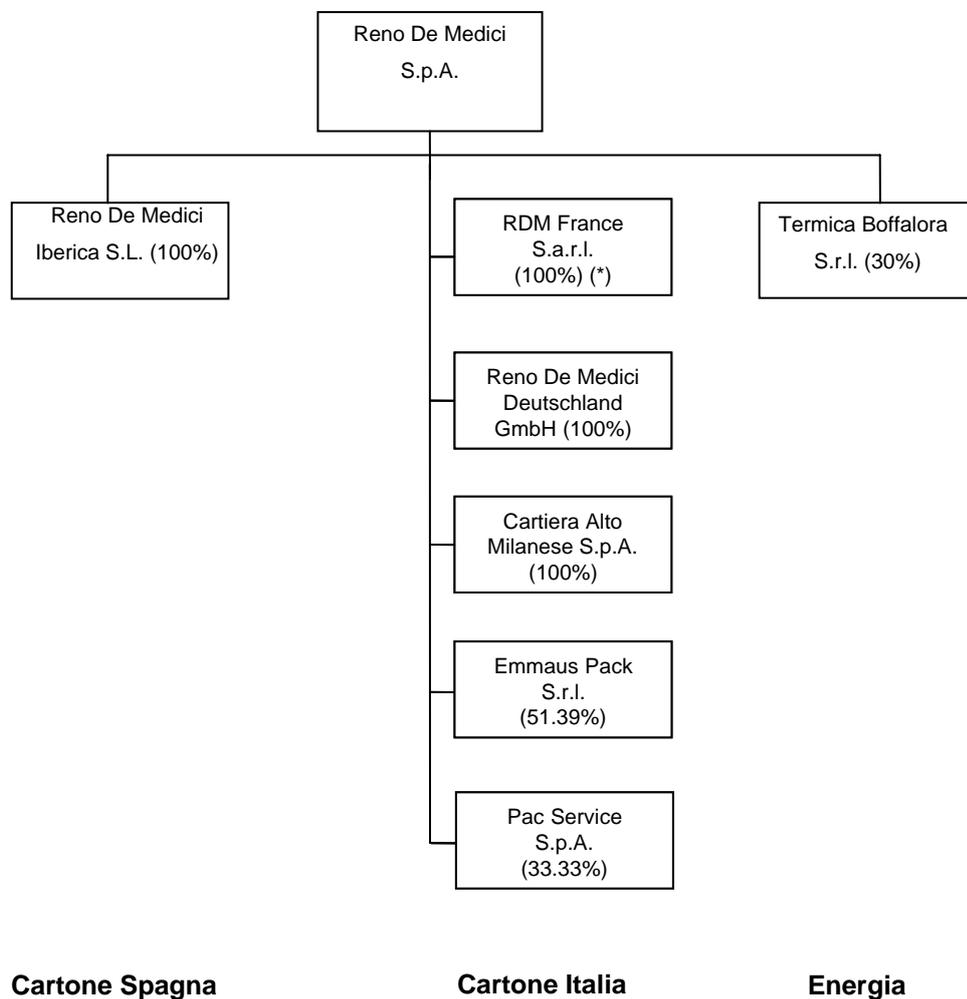
Con la entrada de Alerion S.p.A. en el entramado accionarial de RDM, que se produjo en el 2003 tras una operación de aumento de capital social, la sociedad acometió un exhaustivo plan de reestructuración y de reorganización destinado a la recuperación de las eficiencias y a la mejora de la estructura financiera del Grupo.

Las principales acciones se centran en el cierre de establecimientos productivos – Ciriè (Turín), Pompei (Nápoles) y El Prat (Barcelona) – y en la cesión de activos (Europoligrafico S.p.A. y Aticarta S.p.A., sociedades operativas en el sector cartotécnico) con el objeto de obtener la liquidez necesaria destinada al reequilibrio de la estructura financiera. En el año 2006, la sociedad procedió asimismo a la escisión de una parte del patrimonio inmobiliario “no core” mediante la creación de RDM Realty S.p.A., sociedad que

cotiza en el mercado *Expandi*; dicha operación permitió una posterior reducción de la deuda por valor de 40 millones de euros. Esta operación, junto con las demás operaciones antes descritas, estableció las condiciones necesarias para proceder a la devolución del préstamo obligacionista de 145 millones de euros suscrito en el 2001 y con vencimiento el 4 de mayo de 2006.

### 2.1.5 Datos clave de la estructura

Tras las operaciones de reestructuración antes señaladas, la estructura actual del Grupo RDM muestra la siguiente composición:



(\*) Reno De Medici S.p.A. 99.58% - Cartiera Alto Milanese S.p.A. 0.42%

Actualmente el Grupo RDM opera con 5 establecimientos productivos en Italia, respectivamente en Magenta (MI), Ovaro (UD), Santa Giustina (BL), Marzabotto (BO) y Villa Santa Lucia (FR), propiedad de RDM y con un establecimiento en España ubicado en Almazan (provincia de Soria), propiedad de Reno

De Medici Iberica S.L.. Además de los establecimiento productivos, posee centros de corte en Magenta y Aprilia (LT), propiedad de RDM, en Marcallo (MI), propiedad de Emmaus Pack S.r.l., en Barcelona, propiedad de Reno di Medici Iberica S.L..

La red comercial está compuesta principalmente por agentes coordinados por los responsables comerciales. En el mercado francés y alemán opera directamente con sus propias estructuras comerciales, representadas respectivamente por RDM France S.a.r.l. y por Reno De Medici Deutschland G.m.b.H.

### **2.1.6 Posicionamiento en el mercado**

RdM opera principalmente en el mercado del cartón estucado, fabricado con fibras recicladas, destinado al embalaje de los bienes de gran consumo.

En el último trienio (2004 – 2006) el mercado europeo ha registrado unos niveles de consumos prácticamente constantes, con un exceso de oferta respecto a la demanda.

A 31 de diciembre de 2006, RdM se encuentra presente en el mercado europeo con una destacada cuota.

En concreto, RdM se encuentra entre los líderes de mercado en Italia y en España, mientras que en los demás países europeos destaca su presencia en el mercado francés.

### **2.1.7 Objeto social**

De conformidad con el art. 2 de los Estatutos de RdM, *“la sociedad tiene por objeto:*

*a) el ejercicio de actividades industriales, comerciales y de servicios, tanto en Italia como en el extranjero, relativas, instrumentales o relacionadas con los sectores señalados a continuación:*

- Papelería y cartonería, incluidas las producciones complementarias e intermedias de los procesos productivos;*
- Químicos en general y de fósforos, incluidas las producciones complementarias e intermedias de los procesos productivos;*
- Agrícolas, forestales, zootécnicos, de transformación de los correspondientes productos y alimentarias;*

*b) el ejercicio de la actividad inmobiliaria, incluido el arrendamiento financiero;*

*c) la adquisición de participaciones en empresas, sociedades, entidades, consorcios y asociaciones, tanto en Italia como en el extranjero, la financiación y la coordinación técnica y financiera de las mismas, la compraventa, la permuta, la tenencia, la gestión y la colocación de títulos públicos y privados. La Sociedad puede realizar todos los actos y operaciones y establecer todas las relaciones consideradas necesarias o útiles para la consecución del objeto social, incluso mediante el otorgamiento de fianzas, avales y garantías en general a favor de terceros, a excepción de la recopilación de ahorro entre el público y las actividades reservadas por ley”.*

### **2.1.8 Estructura del capital social y configuración del entramado accionarial**

El capital social de RdM es de 132.160.074,13 euros y está representado por 269.714.437 acciones con un valor nominal de 0,49 euros cada una, actualmente repartidas en:

- (i) 269.202.370 acciones ordinarias, que cotizan en el Mercado Telemático Accionario organizado y gestionado por Borsa Italiana S.p.A. y en el; y
- (ii) 512.067 acciones de ahorro convertibles en acciones ordinarias.

Se acuerda que, en el transcurso del procedimiento de Fusión y antes de su entrada en vigor, el número total de acciones ordinarias podría sufrir variaciones debido a la posible conversión de las 512.067 acciones de ahorro en circulación.

Cabe señalar que RdM posee en cartera acciones ordinarias propias por una cuota equivalente al 2,79% del capital social.

El capital social de RdM está repartido entre numerosos accionistas institucionales y *retail*. El 27,4% del capital social está vinculado a un pacto de sindicato suscrito el 27 de marzo de 2007 entre Alerion Industries S.p.A., Eurinvest Finanza Stabile S.r.l. e IC (Industria della Costruzione) S.p.A., titulares de acciones ordinarias de la Sociedad que representan el 12,59%, el 7,43% y el 7,43 del capital social, respectivamente.

Con arreglo a las comunicaciones realizadas en virtud del art. 120 del Decreto Legislativo n° 58 de 24 de febrero de 1998 (el “TUF”), además de los pactos antes mencionados, los accionistas con una participación en el capital ordinario superior al 2% son Caam Società di Gestione del Risparmio S.p.A. (2,247%), Banca Popolare di Milano SCRL (2,105%) ,Santander Investment Services S.A. (5,106% - título fiduciario por cuenta de terceros) y Ratio Asset Management LLP (2,052%).

## **2.2. Sociedad Absorbida**

Cascades Italia S.r.l.

### **2.2.1 Denominación social**

Cascades Italia Sociedad de Responsabilidad Limitada

### **2.2.2 Domicilio social**

Domicilio social: Milano, Via Turati, 16/18

### **2.2.3 Elementos identificativos**

Cascades Italia es una sociedad sujeta a la actividad de dirección y coordinación del accionista único Cascades SA y está inscrita en el Registro Mercantil de Milán con el número de inscripción y el código de identificación fiscal 05838690963.

### **2.2.4. Historia reciente**

Cascades Italia es una sociedad de responsabilidad limitada de derecho italiano, constituida con escritura ante el Notario Giovannella Condò de Milán el 26 de julio de 2007, inscrita en el Registro Mercantil de

Milán el 3 de agosto de 2007 con el nº 05838690963 y que, en la fecha de la constitución, poseía un capital social de 10.000 euros, totalmente desembolsado y poseído por Cascades S.A., en su calidad de accionista único.

Con posterioridad a la suscripción de la Carta de Intenciones y a efectos de la realización de la operación, Cascades S.A. ha procedido a una reorganización con el objeto de concentrar las actividades europeas del grupo Cascades relacionadas con el sector del papel reciclado (destinadas a la integración con RdM) en tres sociedades controlada por ella con carácter totalitario.

En concreto, Cascades S.A. ha traspasado su propia rama empresarial correspondiente a las actividades francesas en el sector del papel reciclado a una sociedad de derecho francés de nueva constitución denominada Cascades Blendecques SAS y ha hecho que su controlada de derecho inglés Cascades Cartonboard UK, Ltd, antigua propietaria de las actividades inglesas inherentes al sector del papel reciclado, fragmentase las actividades ajenas a dicha línea de business; la restante controlada de Cascades S.A., una sociedad de derecho alemán denominada Cascades Arnsberg GmbH, antigua propietaria de las actividades alemanas inherentes al sector del papel reciclado, sólo se ha visto afectada por unas operaciones marginales de reorganización.

Una vez finalizadas las operaciones antes descritas, Cascades S.A. ha nombrado a Dña. Maria Cristina Ciarchi como experta, en virtud de los art. 2465 y 2481-bis del Código Civil, para elaborar el informe jurado de estimación sobre las participaciones totalitarias poseídas por la propia Cascades S.A. en Cascades Blendecques SAS, Cascades Cartonboard UK, Ltd y Cascades Arnsberg GmbH con el objeto de proceder al traspaso de las mismas a Cascades Italia.

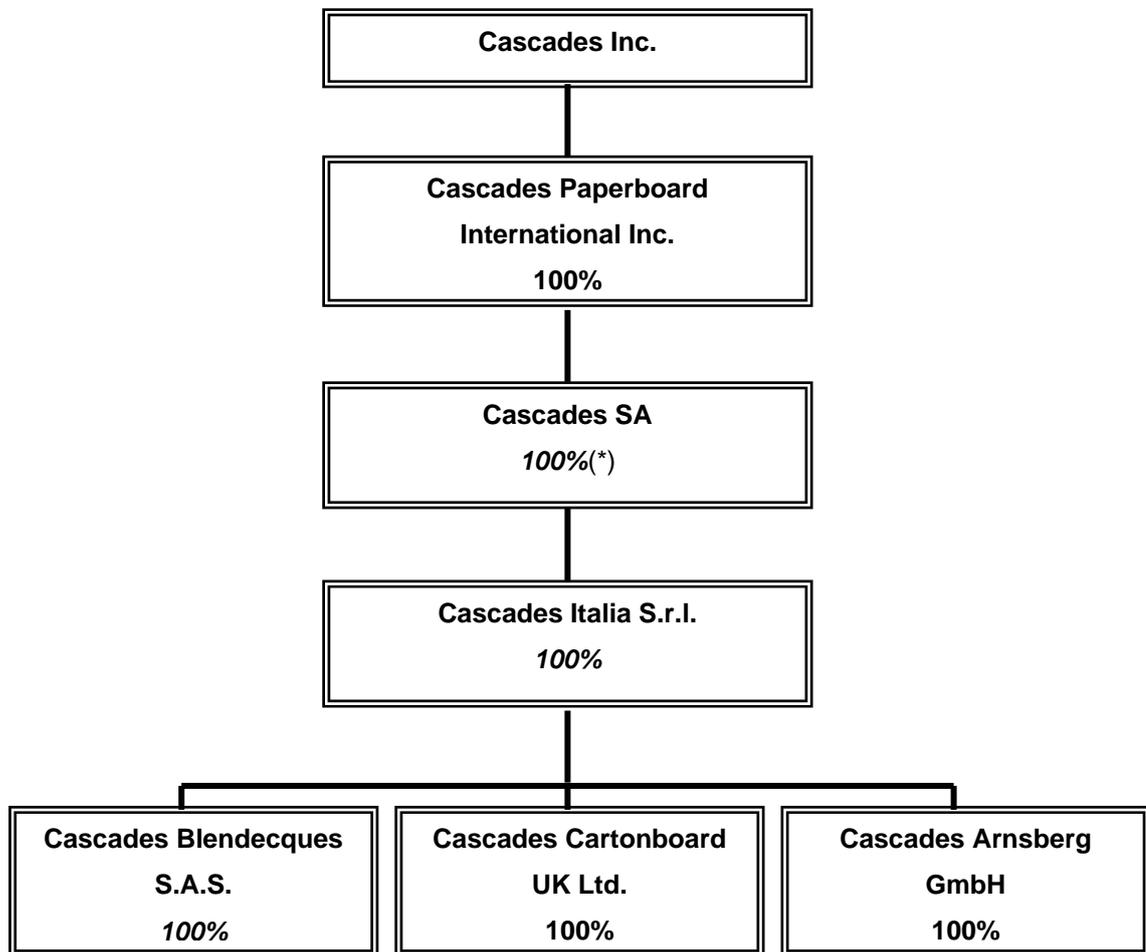
Una vez obtenido dicho informe de estimación, la junta de accionistas de Cascades Italia decidió el 10 de septiembre de 2007 un aumento de capital comprendido entre 10.000 euros y 100.000 euros con la simultánea creación de una reserva de sobreprecio por un total de 82.827.000 euros, reservando dicho aumento de capital al accionista único Cascades S.A. que procedió a su desembolso mediante el traspaso en especie de las participaciones totalitarias poseídas por él en las sociedades Cascades Blendecques SAS, Cascades Cartonboard UK, Ltd y Cascades Arnsberg GmbH, objeto todas ellas del informe de estimación antes mencionado. Concretamente, con carácter simultáneo a la deliberación de dicho aumento de capital, tal como se desprende de la correspondiente acta en la misma fecha y depositada ante el Notario Carlo Marchetti di Rho (Milán), Cascades S.A. procedió a traspasar dichas participaciones sociales a Cascades Italia, ejecutando así el aumento de capital íntegro.

Dicha deliberación de la junta fue inscrita en el Registro Mercantil de Milán el 13 de septiembre de 2007.

### 2.2.5 Datos clave de estructura

Cascades Italia es una sociedad que forma parte del grupo Cascades, uno de los principales operadores mundiales en el sector papelerero, directamente controlada con carácter totalitario por Cascades S.A., una sociedad de derecho francés que desarrolla la actividad de subholding operativa europea del grupo Cascades y que ejerce además actividades de dirección y coordinación sobre Cascades Italia. Cascades S.A., e indirectamente Cascades Italia, están a su vez controladas con carácter totalitario por Cascades Paperboard Inc., una sociedad de derecho canadiense cuyo capital entero es poseído por Cascades Inc., una sociedad constituida con arreglo al derecho del Estado de Québec y que cotiza en el mercado bursátil de Toronto y que, a su vez, es la casa matriz del grupo Cascades.

Por consiguiente, la estructura actual del grupo Cascades está compuesta por:



(\*) 6 acciones de Cascades S.A. son poseídas por los actuales administradores en virtud del derecho francés.

Actualmente, el grupo Cascades opera con dos establecimientos (el primero sito en Alemania y propiedad dei Cascades Arnsberg GmbH, el segundo situado en Francia y propiedad de Cascades Blendecques S.A.S.) y una sheeting operation situada en Wednesbury (Inglaterra).

En Europa, la red comercial de venta de las sociedades traspasadas y de Cascades Italia está constituida por sus propias oficinas comerciales y por sus representantes, coordinados por un servicio de gestión de las ventas en Europa. En el ámbito de los mercados francés y alemán, Cascades opera a través de una estructura comercial gestionada, respectivamente, por Cascades Vente et Marketing, división de Cascades SA y de Cartonboard Cascades GmbH.

### **2.2.6 Posicionamiento en el mercado**

Cascades Italia opera, principalmente, en el mismo mercado de RdM relativo a la producción de papel reciclado.

A 31 de diciembre de 2006, las actividades correspondientes a Cascades Italia representaban una cuota destacada en el mercado europeo. Concretamente, ocupaban unas destacadas posiciones en los mercados de Francia, Inglaterra, en los países que forman parte del Benelux (Bélgica, Holanda y Luxemburgo) y Alemania.

Los datos a 31 de julio han confirmado el posicionamiento de mercado antes mencionado.

### **2.2.7. Últimos resultados operativos**

En el transcurso del primer semestre del 2007, el grupo propiedad hoy de Cascades Italia ha conseguido un resultado positivo de 6,7 millones de euros, según se desprende de la correspondiente situación patrimonial proforma a 30 de junio de 2007 relativa a las sociedades traspasadas a Cascades Italia, redactada con arreglo a los principios contables internacionales – IFRS, aprobada en la fecha de hoy por el Consejo de Administración de Cascades Italia.

Las sociedades controladas por Cascades Italia han obtenido unos ingresos durante el primer semestre del 2007 equivalentes a 97 millones de euros, lo que significa un aumento del 9% respecto al correspondiente período del año anterior. El incremento de la facturación ha sido considerable, sobre todo en el segundo trimestre del 2007, con una doble consecuencia: el incremento del volumen de la producción y de los precios de venta.

Respecto al volumen de la producción, la cantidad de productos vendidos en el primer semestre del 2007 ha sido de 184 millones de toneladas (de los que 90 mil toneladas corresponden al segundo trimestre) frente a las 172 mil toneladas a 30 de junio de 2006 (de las que 84 mil toneladas correspondieron al segundo trimestre), con un incremento del 7%.

Respecto a los precios de venta, los ingresos medios por tonelada han aumentado en un 2,5% respecto al 2006, incremento además imputable al aumento de los precios de venta que se produjo a partir del segundo trimestre. Dicha tendencia se ha visto fortalecida en el segundo trimestre del 2007, con un incremento de los volúmenes de producción y de los precios de venta, respectivamente, de un 1,8% y de más del 3% respecto a los datos obtenidos en el segundo trimestre del 2006.

El EBITDA consolidado es de 4,9 millones de euros a 30 de junio de 2007, ligeramente por debajo del valor alcanzado en junio del 2006.

El considerable incremento del precio de compra de las materias primas y de la energía, en el período cerrado a 30 de junio de 2007 respecto al mismo período del 2006, ha afectado considerablemente al margen operativo. El incremento del coste de las materias primas ha supuesto un incremento de los gastos de 3,4 millones de euros (equivalente a un incremento del 18% de los gastos por tonelada), mientras que el incremento del coste de la energía ha supuesto un impacto en los gastos de 1,4 millones de euros (equivalente a un incremento del 14% de los gastos por tonelada).

Los posteriores ingresos, así como las continuas mejoras en el proceso productivo y logístico, han compensado en parte dichos incrementos de los gastos.

Gracias al incremento de los pedidos y de los precios de venta a partir del uno de julio se podrá equilibrar de nuevo los mayores gastos y mejorar el margen para los próximos meses, siempre que no se produzcan cambios importantes en el mercado.

El EBIT a 30 de junio de 2007 es de 1,2 millones de euros y refleja principalmente la amortización de los activos poseídos por la controlada alemana, Cascades Amsberg GMBH.

El resultado neto se ha visto posteriormente afectado por (i) una transferencia extraordinaria de un fondo por valor de 0,3 millones de euros referente a Cascades Cartonboard UK Ltd. y por (ii) una rectificación de 7,4 millones de euros con relación a las provisiones para impuestos diferidos relativas a Cascades Amsberg GMBH, que se deriva del cambio de los impuestos sobre la renta que se produjo en Alemania y tras el cual dichos impuestos se han visto reducidos del 39,2% al 30,5% (cambio que se ha hecho oficial a partir de julio de 2007 y que entrará en vigor en el 2008).

En fecha del 30 de junio de 2007, el resultado es positivo por valor de 6,7 millones de euros.

En el período que concluye el 30 de junio de 2007, las sociedades traspasadas a Cascades Italia han soportado unos gastos para inversiones en tecnología por valor de 1,4 millones de euros (0,9 millones de euros en junio del 2006) y unos gastos de reestructuración capitalizados por un valor de 1,5 millones de euros.

### **2.2.8. Objeto social**

En virtud del art. 2 de los Estatutos de Cascades Italia, la sociedad tiene por objeto:

*“La actividad de producción, venta y servicios en el sector papelerero, directamente o a través de sociedades controladas. Con el objeto de realizar el objeto social de la Sociedad, ésta podrá realizar todas las operaciones mobiliarias, inmobiliarias, comerciales, industriales y financieras consideradas necesarias por el Consejo de Administración para conseguir el objeto social.”*

### **2.2.9 Estructura del capital social y composición del entramado de la sociedad**

En fecha de hoy, el capital social de Cascades Italia es de 100.000 euros, totalmente suscrito y desembolsado, representado por una única participación de igual valor nominal poseída por el accionista único Cascades S.A., el cual ejerce actividades de dirección y coordinación sobre Cascades Italia.

### **3. ESTRUCTURA DEL GRUPO CON POSTERIORIDAD A LA FUSIÓN Y ACUERDOS CONTEXTUALES A LA FUSIÓN**

#### **3.1 Premisa**

Tras la Fusión, el Grupo RdM se convertirá en uno de los mayores operadores en el mercado mundial del cartón de reciclaje, con una capacidad productiva superior a un millón de toneladas al año, capaz de satisfacer sobradamente la demanda de sus clientes a nivel mundial.

Concretamente, RdM encabezará el grupo que resulte de la Fusión y operará, directamente y a través de las controladas, en el mercado italiano así como poseerá participaciones totalitarias en una o varias sociedades operativas constituidas en cada uno de los países europeos en los que se desarrolle la actividad (Francia, Alemania, Inglaterra, donde opera actualmente el grupo Cascades, y España, donde ya opera RdM a través de una sociedad española, poseída en su totalidad).

En fecha 13 setiembre, RdM, de una parte, y Cascades Inc. y Cascades S.A., de la otra, suscribieron un acuerdo destinado a disciplinar, entre otros, algunos aspectos del proceso de integración, así como el modelo organizativo del grupo que resulte de la propia integración (el **“Acuerdo de Integración”**), con el objeto de proceder a la Fusión de la manera más eficaz y eficiente posible en beneficio de la sociedad y de sus respectivos accionistas.

El Acuerdo de Integración regula, entre otros, la optimización del desarrollo de las actividades comerciales, italianas e internacionales, y prevé su concentración en una única sociedad de nueva constitución, participada por RdM y por Cascades S.A.

En el ámbito de la organización del nuevo grupo y con vistas a la segunda fase de integración (descrita, en términos generales, en el anterior párrafo 1.1 e ilustrada con más detalle en el párrafo 3.4), dicho Acuerdo disciplina asimismo la desinversión de las actividades productivas de cartón de fibra virgen actualmente desarrolladas en el centro productivo situado en Magenta (MI) y destinadas a confluir en el centro de La Rochette propiedad de Cascades S.A.

En los párrafos 3.2, 3.3 y 3.4 se describen los términos destacados del Acuerdo de Integración.

#### **3.2 Modelo organizativo del grupo que resulte de la anexión**

La operación de anexión no contempla una modificación del modelo organizativo respecto al reparto productivo, el cual prevé la presencia de *“legal entities”* en los diversos países en los que se ubique la producción.

Respecto a la organización comercial se prevé la creación de una sociedad de responsabilidad limitada de derecho italiano, participada por RdM al 70% y por Cascades S.A. al 30%, a la que RdM y Cascades S.A.

traspasarán sus propias redes de venta directas e indirectas. En este sentido se procederá a una reorganización de las estructuras comerciales presentes en varios países europeos con arreglo a una única presencia comercial por cada país.

Tras este proceso, la nueva sociedad comercial gestionará la red de ventas en el sector tanto del papel de reciclaje como del papel virgen para RdM y para Cascades S.A.

Con el objeto de optimizar el proceso productivo y mejorar la penetración comercial se ha previsto el traspaso de RdM a Cascades S.A. de la línea “FBB” (productos con fibra virgen) Cascades SA abonará a RdM un importe hasta un máximo de 1.500.000,00 euros, compuesto por una parte fija (1.000.000 de euros) y una variable en función de las toneladas transferidas a Cascades SA (hasta 500.000,00 euros).

### **3.3 Integración en el sector de la producción de papel virgen**

Tal como se indica en el anterior párrafo 1.1, la Fusión no extingue el proyecto de integración de las actividades desarrolladas en Europa por el Grupo RdM y por el Grupo Cascades, sino que constituye el paso principal.

Para ello, las partes alcanzaron ya un acuerdo sobre una posible segunda fase de integración relativa a las actividades europeas de Cascades en el sector de la producción de cartón de fibra virgen, actualmente concentradas en los centros productivos de La Rochette (Francia) y de Djupafors (Suecia).

En concreto, el mencionado Acuerdo de Integración prevé la asignación a RdM y a Cascades, respectivamente, de una opción de compra en el año 2010 y de una opción de venta factible en el año 2011, que tienen por objeto las actividades europeas de Cascades en el sector de la producción de cartón de fibra virgen.

En el caso en cuestión, el proyecto prevé la unificación de la actividad productiva de papel virgen y de los correspondientes clientes en los establecimientos franceses de la nueva realidad post-fusión. Dichas posible y posterior integración permitiría unas sinergias adicionales bajo el perfil de la distribución, pudiendo así RdM ofrecer también a su clientela el producto “virgen”. En esta perspectiva de posterior disfrute de sinergias y de la posible segunda fase de integración, RdM y Cascades SA prevén proceder, inmediatamente después de la entrada en vigor de la Fusión, a una joint venture para la gestión coordinada y centrada de sus respectivas redes de distribución en los sectores del papel “virgen” y del “reciclado”.

## **4. SINERGIAS PREVISTAS**

### **4.1 Las sinergias globales**

En su conjunto, las sinergias claves que se deriven de la integración de ambas sociedades podrán individualizarse en estrecha relación con las principales áreas corporate.

El Área Ventas se beneficiará del posible incremento de la facturación obtenible a través de una más amplia cartera de clientes, consecuencia de una mayor cobertura territorial; paralelamente, dicho incremento debería conllevar una mejora de los márgenes obtenibles gracias a una combinación país/cliente distinta. Asimismo, la unificación de la estructura, la reducción de las comisiones y la mejora en el control de los clientes directos, podrá optimizar la red de venta.

La optimización de los ciclos productivos (menores modificaciones en el producto, reducción de los desechos) junto con la reorganización de los establecimiento hacia una mayor especialización, deberían desembocar en una reducción de los gastos en el Área Productiva

La nueva entidad post-fusión se beneficiará,, en el Área Logística de una reducción de los gastos de transporte y de un incremento paralelo de las cargas gracias a la mejor ubicación de los establecimientos productivos. La consolidación de los centros de clasificación podría suponer una mejora del “customer service”.

Desde el punto de vista administrativo, se identificará probablemente una única sede principal con una probable descongestión de la gestión administrativa gracias a la coordinación y a la concentración de las funciones centrales como, por ejemplo, las informáticas y las de marketing.

En lo que se refiere al Área Comprasi es lógico esperar un mayor poder contractual gracias a la realización de compras conjuntas. Asimismo, gracias a la futura renegociación de los contratos de suministro de energía en el ámbito paneuropeo, la nueva entidad podrá beneficiarse de la obtención de tarifas energéticas más reducidas.

#### **4.2 Efectos económicos-patrimoniales de la Fusión**

Dada la actual estructura patrimonial, económica y financiera de Cascades Italia, fruto del traspaso de las tres sociedades antes mencionadas a través de las cuales el Grupo Cascades ejercerá las actividades europeas en el sector del papel reciclado, su fusión por la incorporación en un grupo combinado como el de RdM permitiría una mayor valorización de los asset traspasados respecta a la actual.

## **5 PERFILES JURÍDICOS DE LA OPERACIÓN DE FUSIÓN**

### **5.1 Principales pasos de la operación de Fusión**

El Consejo de Administración de RdM aprobó el Proyecto de Fusión y el presente Informe, y adoptó la decisión de convocar una Junta extraordinaria para la aprobación del Proyecto de Fusión. per 31 ottobre 2007

En virtud de lo previsto en el art. 2501-*quater*, párrafo segundo, del código civil, RdM y Cascades Italia han utilizado como balances patrimoniales a efectos de la Fusión el balance patrimonial a 30 de junio de 2007 aprobado por el Consejo de Administración el 13 settembre, así como (i) la situación patrimonial de Cascades Italia a 31 de agosto de 2007 y la situación patrimonial proforma de Cascades Italia a 31 de agosto de 2007, ambas aprobadas por el Consejo de Administración de Cascades Italia en la fecha de hoy. A propósito de la situación patrimonial proforma de Cascades Italia a 31 de agosto de 2007, cabe señalar que esta se considera necesaria para tener en cuenta el reciente traspaso a favor de Cascades Italia, que se produjo con posterioridad a la fecha de cierre de dicha situación patrimonial y llevado a cabo por el accionista único Cascades SA, de las participaciones totalitarias poseídas por esta última en las tres sociedades antes mencionadas propietarias de las actividades europeas del grupo Cascades en el sector del papel de reciclaje.

RdM y Cascades Italia han presentado una instancia conjunta al Tribunal de Milán para el nombramiento, en virtud del art. 2501-*sexies* del código civil, de un experto encargado de la redacción del informe sobre la conformidad de la relación de cambio de las acciones de Cascades Italia S.r.l.. Para ello, el Tribunal de Milán ha nombrado a la empresa auditora Ernst & Young S.p.A. la cual, de conformidad con el art. 2501-*sexies* del código civil, ha expresado su dictamen sobre la conformidad de la relación de cambio. Dicho informe quedará depositado durante los treinta días anteriores a la Junta extraordinaria convocada para deliberar respecto a la Fusión con arreglo a los modos y lugares que establece el art. 2501-*septies* del código civil.

Una vez transcurrido el plazo de los sesenta días siguientes a la última de las inscripciones en el Registro Mercantil de las deliberaciones de Fusión para la posible impugnación por parte de los acreedores, en virtud del art. 2503 del código civil, RdM y Cascades Italia suscribirán la escritura notarial de Fusión antes de finalizar el año corriente.

La Fusión conllevará, en la fecha de su entrada en vigor, la extinción de la Sociedad Absorbida y el traspaso a RdM de la totalidad del patrimonio y de la situación jurídica, activa y pasiva de Cascades Italia .

## **5.2 Perfiles reglamentarios**

La Fusión, que comportará una concentración entre empresas, requiere la puesta en marcha de los trámites necesarios ante las autoridades *anti-trust* competentes.

Al respecto se acuerda que se solicitarán todas las autorizaciones y/o permisos por parte de las Autoridades nacionales y extranjeras competentes (incluidas las Autoridades antitrust), y se seguirán todos los procedimientos pertinentes que se consideren necesarios para el perfeccionamiento de la Fusión.

## **6. IL RAPPORTO DI CAMBIO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE SEGUITI PER LA SUA DETERMINAZIONE**

### **6.1. Premisa**

Dadas las dificultades relacionadas con la determinación de las condiciones financieras de la Fusión prevista, en la determinación de la relación de cambio el Consejo de Administración de Cascades Italia se ha servido de la ayuda de Société Générale (“SG”), a quién le ha sido confiado el encargo de proceder a la identificación de un intervalo de relaciones de cambio coherentes. El Consejo de Administración, tras un atento análisis de las valoraciones expresadas por SG, ha compartido los métodos de valoración aplicados y los resultados obtenidos ilustrados a continuación con arreglo a lo expuesto en la fairness opinion emitida por SG en la fecha de hoy.

### **6.2 Fecha de referencia de la estimación**

La fecha de referencia de la estimación es el 30 de junio de 2007.

### **6.3 Documentación utilizada**

A efectos de la valoración, SG ha utilizado la documentación disponible y considerada relevante con el objeto de desarrollarla, y en concreto:

- a) Datos e información de dominio público;
  - b) Documentación facilitada por Cascades Italia y RdM,
- (en lo sucesivo, en lo que respecta a los puntos a) y b)” denominados conjuntamente la "Información").

En concreto, SG ha considerado los siguientes documentos facilitados por el management de Cascades Italia y RdM:

- Business Plan “Segundo Semestre 2007 – 2010” de Cascades Italia, incluidas las Cuentas de pérdidas y ganancias, las Situaciones Patrimoniales y los flujos de tesorería del ejercicio;
- Business Plan “2007 – 2010” de RdM, incluidas las Cuentas de pérdidas y ganancias, las Situaciones Patrimoniales y los flujos de tesorería del ejercicio ;
- Situación patrimonial proforma de las sociedades traspasadas a Cascades Italia a 30 de junio de 2007 no certificada;
- Situación patrimonial de RdM a 30 de junio de 2007;

- Evolución histórica y de previsión de los precios de venta y compra de las materias primas, tanto para Cascades Italia como para RdM;
- Detalles facilitados por el management de RdM sobre los asset fiscales de la sociedad;
- Detalles facilitados por el management de Cascades Italia sobre las aportaciones al fondo de pensiones que resulten de la documentación contable de las sociedades Cascades Blendecques SAS y Cascades Arnsberg GmbH;
- Evolución de las cotizaciones bursátiles de los títulos RdM respecto a diversos horizontes temporales;
- Evolución de las cotizaciones bursátiles y estimaciones de los ingresos y del patrimonio relativos a las muestras de sociedades cotizadas activas en los mismos territorios que Cascades Italia y RdM.

Asimismo, SG analizó la información públicamente disponible, entre otra, estudios y análisis financieros sobre RdM y otras sociedades cotizadas pertenecientes al mismo sector de esta última y de Cascades Italia, publicadas por brokers y bancos inversores. No se solicitaron a SG, ni SG llevó a cabo, ninguna valoración independiente o estimación sobre la coherencia del activo y del pasivo patrimonial de Cascades Italia y/o de RdM. La valoración se ha basado en la información financiera, económica y de mercado que se encuentra disponible y que puede valorarse en la fecha de hoy.

#### **6.4 Límites del análisis y criticidades de valoración**

Según lo expresado por SG, deberán considerarse las valoraciones llevadas a cabo por dicho adviser con arreglo a los siguientes límites y criticidades de valoración :

- a) durante el desarrollo del trabajo se ha confiado en la veracidad, la exactitud y la integridad de la información facilitada por el management del grupo Cascades, sobre la que no se han realizado comprobaciones ni evaluaciones;
- b) el análisis de la coherencia de la relación de cambio se basa en el supuesto de la continuidad de la gestión de ambas sociedades y no contempla la posibilidad de acontecimientos de carácter extraordinario e imprevisibles como, por ejemplo, cambios en las condiciones económicas, financieras, monetarias, políticas o de mercado, o acciones acometidas por el Estado o por los organismos públicos o de control en el sector de actividad de las Sociedades, que pudieran influir en la valoración de la coherencia de la relación de cambio;
- c) el análisis no ha implicado ninguna identificación o cuantificación de los pasivos potenciales (o activos más bajos respecto a los esperados), pero ha tenido en cuenta la situación económica patrimonial reflejada en los balances de Cascades Italia y de RdM y las situaciones que el management de Cascades Italia y de RdM han facilitado a SG. De igual modo, SG no ha efectuado ninguna valoración independiente de cada uno de los activos y pasivos de Cascades Italia, incluidos los activos y los pasivos fuera de los balances;

- d) el valor de las sociedades utilizado a efectos de la evaluación de la coherencia de la relación de cambio, principalmente basado en los datos de carácter previsional, es fruto de los supuestos utilizados en la elaboración de los respectivos planes industriales. El análisis llevado a cabo por SG se basa pues, inter alia, en la consecución de los targets económico-financieros de las sociedades previstos en los planes redactados por el management de las sociedades.
- e) En el desarrollo del encargo, SG acepta haber encontrado las siguientes criticidades:
- i. El carácter prospectivo de los indicadores económicos utilizados: tratándose de planos previsionales permanecen las dudas y los límites relacionados con la estimación de los precios de venta y compra de las materias primas previstos para los años del plan. Cabe señalar que el flujo de tesorería normalizado para el cálculo del Terminal Value ha mostrado una elevada sensibilidad a las mínimas variaciones de dichos precios. También cabe considerar que, dada la brevedad de las estimaciones consideradas, dicho Terminal Value “explica” una gran parte del valor de los asset objeto de valoración.
  - ii. La situación patrimonial de Cascades Italia refleja el traspaso, mediante la transferencia de las sociedades que los poseen, de dichos asset antes pertenecientes a diversas realidades industriales. Por consiguiente, no puede estimarse con seguridad que su anterior operatividad se confirme en las estimaciones del plan. De igual modo, la instalación productiva de Blandequés (Francia), perteneciente a Cascades Italia, está en fase de finalización de un proceso de turnaround. El perfil de riesgo de la sociedad parece pues muy elevado respecto al de RdM.
  - iii. La valoración de Cascades Italia se basa en una situación patrimonial proforma a 30 de junio de 2007 de las sociedades traspasadas a Cascades Italia todavía no certificada por la empresa auditora.
  - iv. Escasez de sociedades cotizadas comparables.

### **6.5 Métodos de valoración adoptados**

Para la determinación del valor del capital económico de Cascades Italia y RdM, a efectos de la estimación de un intervalo de relaciones de cambio, SG adoptó los métodos de valoración habitualmente más utilizados para operaciones de este tipo, incluso a nivel internacional.

En concreto, dicha determinación se efectuó teniendo en cuenta la valoración comparada de las dos sociedades Cascades Italia y RdM, dando prioridad al carácter homogéneo y comparativo de los criterios adoptados frente a la simple determinación del valor absoluto del capital económico de las sociedades consideradas individualmente. De ello se desprende que los resultados indicados en este documento se refieren única y exclusivamente a los valores relativos de los capitales económicos identificados para Cascades Italia y para RdM.

Desde esta perspectiva, la determinación de los valores se llevó a cabo considerando ambas sociedades como entidades operativamente separadas. Por consiguiente, las valoraciones prescinden de las consideraciones referentes a las sinergias estratégicas, operativas y financieras previstas en la posible integración de ambas entidades..

Las valoraciones de ambas sociedades están únicamente destinadas a la determinación de las relaciones de cambio y no representan los valores obtenidos en contextos distintos.

Si asumimos el supuesto de que la finalidad de la valoración de ambas sociedades es la determinación de la relación de cambio entre estas dos sociedades, se desprende la tesis de que las dos valoraciones determinan los valores comparables en la fase de definición de la propia relación. Por consiguiente, es necesario adoptar unos criterios de valoración uniformes para ambas sociedades y tener en cuenta las peculiaridades de cada una de ellas con el objeto de no descuidar ni perjudicar sus propios intereses.

El método principal de valoración comparada utilizada por SG ha sido el Método de los Flujos de Tesorería Perspectivos Actualizados (en lo sucesivo, los “DCF”). Como método de control se ha utilizado el Método de los Múltiplos Bursátiles (en lo sucesivo, los “Múltiplos”).

En el marco de las consideraciones generales de orden metodológico, cabe señalar por último que, aún cuando las acciones RdM cotizan, entre otros, en el Mercadop Telemático Bursátil organizado y gestionado por Borsa Italiana S.p.A., no se ha podido adoptar como criterio de valoración el método basado en la comparación de los precios bursátiles de ambas sociedades. De lo expuesto anteriormente se desprende, antes que nada, la ausencia de un estatus análogo de sociedad cotizada para Cascades Italia (y, por tanto, de la observación de unos valores bursátiles para esta última), factor que por sí no permite la comparación sobre la que debería basarse dicho criterio de conformidad con los requisitos fundamentales de homogeneidad y comparación antes señalados.

Todos estos métodos de valoración utilizados, el principal y el de control, así como los principales supuestos efectuados en el proceso de valoración de ambas sociedades, se describen a continuación sintéticamente.

## **6.6 El Método DCF**

Según este método, el más utilizado en el ámbito internacional para proceder a las estimaciones del valor “potencial” del capital económico, el valor de una sociedad depende de su capacidad prospectiva de generar flujos de tesorería, establecidos en los “Business Plan” elaborados por el management de las sociedades objeto de valoración.

Se trata de una estimación del valor “potencial” de las sociedades, ya que depende única y exclusivamente de la realización a posteriori del Business Plan elaborado.

A efectos de la aplicación de dicho método de valoración en las sociedades sometidas a examen ha sido necesario estimar:

- los flujos de tesorería previstos para los años de duración del Business Plan;
- el valor residual de las sociedades al final del período de previsión de los flujos;
- la tasa de actualización de los flujos disponibles y del valor residual.

La tasa de actualización equivale al coste medio ponderado del capital (“WACC” – Weighted Average Cost of Capital) de cada una de las dos sociedades objeto de valoración, y que se obtiene calculando adecuadamente para cada una de ellas el coste teórico del capital propio (en base a la aplicación de la teoría del “Capital Asset Pricing Model”) y el del capital de deuda.

Se ha utilizado el método en su versión “Unlevered”, según la praxis habitual para las empresas industriales y de servicios, y por consiguiente se han estimado los flujos de tesorería "disponibles", o bien los que resulten de la suscripción/devolución de las deudas financieras, de los pagos de gastos financieros y dividendos y al neto del peso teórico de las obligaciones fiscales (flujos de tesorería "disponibles", también llamados “Free Cash Flows”).

La suma entre los flujos de tesorería disponibles prospectivos actualizados y el valor residual al término del período de previsión de los flujos, también actualizado, constituye el “Enterprise Value” (“EV”), o bien el valor asignado al conjunto de las actividades de las sociedades objeto de valoración.

Si restamos de dicho importe el valor de mercado de las deudas financieras en la fecha de la valoración (la Deuda Financiera Neta), se obtiene el valor asignado al capital económico de la sociedad objeto de valoración.

\* \* \*

Los flujos de tesorería de referencia para la aplicación del criterio en cuestión se derivan de los planes económicos-financieros de Cascades Italia y RdM. SG no ha ampliado las previsiones económico-financieras más allá del horizonte temporal de referencia de los planes entregados por los respectivos management.

El Terminal Value se ha calculado con arreglo a la fórmula de la renta perpetua aplicada al flujo de tesorería operativo normalizado a largo plazo al cual se le ha aplicado la tasa de crecimiento "g" considerada más significativa (1,5%) para Cascades Italia y RdM, teniendo por referencia las indicaciones

de tendencia expresadas en los planes de las sociedades, el horizonte temporal de referencia, así como mediante la comparación con los benchmark de mercado relevantes.

En lo que respecta al WACC, SG ha procedido a las estimaciones con relación a los parámetros relevantes que lo componen y que consideran también el distinto perfil de riesgo de los asset valorados. En base a las elecciones con 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 Cascades Italia, respectivamente.

Los valores del activo (“EV”) calculados con los criterios antes mencionados han sido pues rectificados de los importes de las respectivas posiciones financieras netas a 30 de junio de 2007, con arreglo a la relación de cambio acordada, a la valoración de los intereses de terceros, a los asset fiscales y a los respectivos fondos de pensiones.

La tabla mostrada a continuación ilustra, en base a los intervalos de los valores económicos globales (“Equity Value”) de Cascades Italia y de RdM, los correspondientes valores de participación mínima y máxima de Cascades SA en RdM tras la fusión, con arreglo a la relación de cambio acordada a la cual ha recurrido SG aplicando el método DCF según los criterios y los parámetros antes descritos sucintamente.

	Mínimo	Maximo
Participacion Cascades SA tras la fusion	30,2%	33,4%

### 6.7 El método de los múltiplos

El método de los múltiplos consiste en obtener parámetros, o multiplicadores implícitos, que se deriven de la relación entre:

- la capitalización en Bolsa o, según los casos, el “Enterprise Value”, o bien el valor asignado a las actividades industriales del mercado bursátil (definido como la suma de la capitalización en Bolsa y de la Deuda Financiera Neta);
- unas determinadas magnitudes económico-financieras u operativas, principalmente prospectivas, de una muestra de sociedades consideradas comparables con las sociedades que deben valorarse, con el objeto de aplicar dichos multiplicadores a las magnitudes económico-financieras análogas de las sociedades objeto de valoración.

Las sociedades elegidas para representar la muestra se seleccionan con arreglo a su afinidad con las sociedades que deben valorarse en términos, por ejemplo, de tipo de actividad desarrollada, rentabilidad y

perspectivas de crecimiento, solidez patrimonial y nivel de riesgo, así como en base a la liquidez de los títulos y al standing y eficiencia del mercado bursátil en la determinación de su valor de negociación.

Las valoraciones que se derivan de este método reflejan la actitud del mercado en un momento histórico concreto. Por consiguiente, dichas valoraciones pueden sufrir variaciones con el tiempo según las condiciones de los mercados bursátiles de referencia y de las variables macroeconómicas que generalmente afectan a los precios de los títulos como, por ejemplo, los tipos de interés, el régimen fiscal y la política de los dividendos.

El método de los múltiplos no incluye primas estratégicas, de control ni negociadas, y que posiblemente deberán añadirse una vez establecida la relación de canje.

Al método examinado se le atribuye únicamente una función de control de los resultados respecto a la aplicación de los métodos de carácter fundamental antes descritos. Dicha elección es dictada básicamente por:

- i) la escasez de sociedades cotizadas comparables,
- ii) la voluntad de “capturar”, de la manera más adecuada posible, el valor intrínseco del Equity de Cascades Italia cuyo margen operativo está prevista que se “normalice” en el transcurso de los años del plan.

\* \* \*

Visto todo lo anteriormente mencionado y teniendo en cuenta el grado de similitud con relación al sector económico de pertenencia, las características operativas, el ámbito geográfico de actividad, las dimensiones de la cifra de negocios y las perspectivas de crecimiento, SG ha expresado las siguientes consideraciones:

- I. Cascades Italia opera en el sector de la producción de papel reciclado, mercado muy concentrado, en el que Mayr Malnhof (Austria), RdM (Italia) y Cascades SA ostentan en total el 67% de la cuota de mercado; el restante corresponde a sociedades no cotizadas como Weig y Buchmann (Alemania), Kartonsann (Turquía) y Pirinoli (Italia) y que, por consiguiente, no pueden utilizarse como sociedades comparables;
- II. también se ha 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). El hecho de que estas sociedades presenten una capitalización muchísimo mayor 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.

Para concluir, las únicas sociedades consideradas comparables son RdM y Mayr Melnhof.

Cabe señalar, además, que se ha aplicado una reducción del 20% en los múltiplos utilizados para Cascades Italia con el objeto de reflejar una dimensión y un margen operativo inferiores a las de los comparables adoptados.

La tabla mostrada a continuación ilustra, en base a los intervalos de los valores económicos globales “Equity Value”) obtenidos por Cascades Italia y RdM, los correspondientes valores de participación mínima y máxima de Cascades SA en RdM tras la fusión, con arreglo a la relación de cambio acordada a la cual ha recurrido SG aplicando el método de los múltiplos según los criterios y los parámetros antes descritos sucintamente.

	Minimo	Maximo
Participacion Cascades tras la fusion	31,7%	33,7%

#### 6.8 Síntesis de los resultados del análisis y determinación de la relación de cambio

Teniendo en cuenta las limitaciones del análisis y de las criticidades de valoración antes evidenciadas, a continuación se resumen los valores mínimo y máximo de las participaciones de Cascades SA en la realidad post-fusión instaurada por SG en base a la aplicación de los métodos antes señalados, de los cuales puede identificarse un intervalo similar de valores en el que la correspondiente relación de cambio puede considerarse adecuada desde un punto de vista financiero, valores y métodos que el Consejo de Administración de Cascades Italia ha compartido y adoptado con el objeto de proceder a la determinación de la relación de cambio:

	Minimo	Maximo
Participacion Cascades tras la fusion	30,2%	33,7%

Tras la finalización de dicho proceso de valoración, y tras haber examinado y compartido los análisis, el enfoque metodológico, los criterios y las conclusiones del advisor SG, el Consejo de Administración ha identificado la relación de cambio indicada en el Proyecto de Fusión y que se someterá a la junta de accionistas para su aprobación, que se sitúa dentro del intervalo de valores antes mencionado, según lo que se indica a continuación:

“ 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 Cascades Italia” (equivalente a una participación

#### **7. AUMENTO DE CAPITAL DE LA SOCIEDAD ABSORBENTE, MODALIDADES DE ASIGNACIÓN DE LAS ACCIONES DE RDM Y FECHA DE DISFRUTE DE LAS MISMAS**

Como consecuencia de la Fusión, la Sociedad Absorbente procederá a aumentar su capital social por razones del canje. En concreto, RDM procederá a un aumento de capital social por valor de 52.962.412,93 euros mediante la emisión de 108.086.557 acciones ordinarias por un valor nominal de 0,49 euros cada una por el canje de las acciones de Cascades S.A., junto con el conjunto de las 7.513.443 acciones ordinarias propias poseídas por RdM, como canje de la participación con un valor nominal de 100.000 euros poseída por Cascades S.A. y que representa la totalidad del capital social de Cascades Italia. Por consiguiente, por razones de la aprobación de dicho aumento de capital, la Junta extraordinaria de RdM será llamada a deliberar respecto a la consiguiente modificación del artículo 5 de los Estatutos sociales.

Tras la entrada en vigor de la Fusión, la única participación de Cascades Italia será anulada y, con arreglo a la relación de cambio prevista en el anterior párrafo 6, será sustituida por acciones ordinarias de RdM. Concretamente, el canje de la única participación de Cascades Italia se completará mediante la asignación a Cascades S.A., en su calidad de accionista único de Cascades Italia, de 115.600.000 acciones ordinarias de RdM, de las cuales:

- n.108.086.557 acciones ordinarias de nueva emisión, procedentes del aumento de capital descrito en el presente párrafo;
- n.7.513.443 acciones ordinarias propias poseídas por RdM.

Con referencia a la modalidad de asignación prevista en la anterior letra (ii), RdM, hasta el perfeccionamiento de la Fusión, no dispondrá de sus 7.513.443 acciones ordinarias propias actualmente en cartera.

Las acciones ordinarias de nueva emisión de RdM destinadas al canje se emitirán en régimen de desmaterialización y se asignarán al único accionista de Cascades Italia a través de los intermediarios autorizados inscritos en el sistema de Monte Titoli S.p.A. en la fecha de entrada en vigor de la Fusión.

## **8. POSTERIORES MODIFICACIONES DE LOS ESTATUTOS DE LA SOCIEDAD QUE RESULTEN DE LA FUSIÓN**

La Junta extraordinaria de RdM convocada para la aprobación de la Fusión deberá deliberar también sobre la modificación del artículo 15 de los Estatutos con el objeto de prever que las decisiones del Consejo de Administración referentes a las cuestiones de especial importancia sean adoptadas con el voto favorable de cómo mínimo 7 consejeros.

Concretamente, se pretende introducir un quórum cualificado para la adopción de las decisiones del Consejo respecto a las siguientes cuestiones

- a) cualquier propuesta que se someta a la Junta extraordinaria que tenga por objeto o por efecto el aumento de capital de RdM, a excepción de las propuestas de reducción y el simultáneo aumento de capital en virtud de los artículos 2446 o 2447 del Código Civil;
- b) cualquier operación de compra, de venta o de alquiler de empresas, ramas empresariales, bienes, incluidos los bienes inmuebles, o de participaciones (incluida la compraventa de acciones propias o el rescate de acciones) que constituyan inmovilizaciones cuyo valor, por cada una de las operaciones o por una serie de operaciones relacionadas (es decir, funcionales a la realización de la propia operación), sea superior a 10.000.000,00 (diez millones) de euros;
- c) cualquier propuesta que se someta a la Junta de RdM relacionada con el reparto de dividendos y/o de reservas, bajo cualquier forma, y con operaciones de reducción voluntaria del capital o bien cualquier decisión de reparto de anticipos sobre dividendos;
- d) la suscripción de créditos, préstamos y otras deudas financieras de cualquier tipo, con un vencimiento superior a dieciocho meses, cuyo valor, por cada una de las operaciones o por una serie de operaciones relacionadas (es decir, funcionales para la realización de la propia operación) sea superior a 10.000.000,00 (diez millones) de euros;
- e) el nombramiento y el cese del Consejero Delegado y del Director de Administración y Finanzas, así como la asignación, modificación y rescisión de los poderes otorgados a las personas que ocupen dichos cargos;
- f) la remuneración, bajo cualquier concepto, al Consejero Delegado de la Sociedad y las políticas retributivas para el top management,
- g) la aprobación de los planes estratégicos y de los presupuestos anuales y plurianuales así como de las variaciones de importancia estratégica en dichos planes y/o presupuestos.

La modificación prevista pretende garantizar, con vistas a la nueva configuración propietaria que resulte de la Fusión (al respecto se recomienda consultar el párrafo 11), que las decisiones de mayor importancia relacionadas con la gestión sean adoptadas en base a un amplio consenso.

El texto completo de los Estatutos sociales, junto con las modificaciones que serán sometidas a la aprobación de la Junta extraordinaria de RdM, se adjunta al Proyecto de Fusión, el cual se enviará en breve

Las modificaciones estatutarias previstas en el presente párrafo entrarán en vigor a partir de la fecha de entrada en vigor de la Fusión indicada en el párrafo 9.

#### **9. FECHA A PARTIR DE LA CUAL LAS OPERACIONES DE LA SOCIEDAD ABSORBIDA SE IMPUTARÁN, INCLUSO A EFECTOS FISCALES, AL BALANCE DE LA SOCIEDAD ABSORBENTE**

La fecha de entrada en vigor de los efectos de la Fusión previstos en el art. 2504 bis, párrafo 2, del código civil respecto a terceros se establecerá en el documento de Fusión y podrá incluso ser posterior a la fecha de la última de las inscripciones de dicho documento de Fusión en el Registro Mercantil prescrito en el art. 2504, párrafo 2, del código civil (la “**Fecha de entrada en vigor de la Fusión**”).

Las operaciones de la Sociedad Absorbida se imputarán, incluso a efectos fiscales, en el balance de la Sociedad Absorbente a partir de la Fecha de entrada en vigor de la Fusión.

#### **10. ASPECTOS TRIBUTARIOS**

Tras el perfeccionamiento de la Fusión ilustrada en el presente Informe, RdM intervendrá en las partidas subjetivas fiscales de Cascades Italia.

La Fusión es una operación completamente neutral a efectos fiscales, aunque se contabilizará, de conformidad con los principios contables IAS/IFRS y, en concreto, con el IFRS 3, en virtud de una operación de compra.

La Fusión no comportará la realización de posibles plusvalías imputables por parte de los accionistas de las sociedades que participan en la propia Fusión.

No se han previsto otros efectos de la Fusión a efectos del impuesto sobre el valor añadido distintos a los de carácter meramente formal.

De conformidad con el art. 172 del Texto Único de los Impuestos sobre la Renta, la Fusión no dará lugar a la emersión de componentes positivos o negativos de renta para los sujetos participantes (RdM, Cascades Italia S.r.l. y sus respectivos accionistas). Por consiguiente: (i) el traspaso del patrimonio a RdM no comportará para la absorbida Cascades Italia S.r.l. la realización de plusvalías o minusvalías latentes en los activos y pasivos traspasados, ni la realización del fondo de comercio; (ii) los bienes y los derechos recibidos por la absorbente RdM serán asumidos por esta última al mismo valor fiscal que tenían en la absorbida Cascades Italia S.r.l.. En otras palabras, la inscripción al fair value de los bienes y de los derechos recibidos, incluido el fondo de comercio, previsto en el IFRS 3, no constituirá un supuesto impositivo para RdM, dado que los mayores valores inscritos no adoptarán ninguna relevancia fiscal; (iii) la Fusión no comportará, para finalizar, la realización de posibles plusvalías imputables ni siquiera para Cascades S.A., en su calidad de accionista de la absorbida Cascades Italia S.r.l.cuyas acciones serán objeto del canje.

## **11. EFECTOS DE LA FUSIÓN EN LA COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIADO RELEVANTE Y EN LA CONFIGURACIÓN DE CONTROL DE LA SOCIEDAD ABSORBENTE**

### **11.1 Composición del accionariado relevante con posterioridad a la Fusión**

En virtud de lo anteriormente ilustrado y de la relación de cambio antes mencionada y asumiendo que la actual configuración accionarial de RdM permanezca invariable, la configuración tras la Fusión será la siguiente:

<b>Azionista</b>	<b>% sul capitale sociale votante</b>
Cascades S.A.	30,64
Alerion Industries	8,98
Eurinvest Finanza Stabile	5,51
Industria della Costruzione	5,30
Santander Investment Services SA *	3,64

\*Titular fiduciario por cuenta de terceros

### **11.2 Nuevo pacto parasocial con posterioridad a la Fusión**

Tras la aprobación por parte de los Consejos de Administración de RdM y de Cascades Italia del Proyecto de Fusión, en fecha de hoy, Cascades S.A., como futuro accionista de RdM en caso de perfeccionamiento de la Fusión, Cascades Paperboard International Inc., Alerion Industries S.p.A., Eurinvest Finanza Stabile

S.r.l. e IC (Industria della Costruzione) S.p.A. (en lo sucesivo, las **“Partes”**), han suscrito un pacto parasocial, sujeto a las formas de publicidad previstas por la ley (en lo sucesivo, el **“Pacto”**).

Con dicho acuerdo, las Partes disciplinan, para el caso de perfeccionamiento de la Fusión, unos perfiles destinados a la *corporate governance* de la Sociedad con posterioridad a la Fusión con el objeto de garantizar la uniformidad de la gestión, así como sus relaciones mutuas como accionistas de la Sociedad para garantizar la estabilidad de la futura configuración propietaria

Estos pactos parasociales tendrán una duración de tres años a partir de la Fecha de entrada en vigor de la Fusión y constituyen, en el ámbito de los accionistas, un elemento funcional e instrumental para la realización del proyecto industrial subyacente a la Fusión.

En lo referente a la gestión de RdM, las Partes se comprometen a hacer que la Sociedad sea gestionada con arreglo al modelo societario “tradicional”, según el cual la administración y el control corresponden, respectivamente, al Consejo de Administración y al Colegio Sindical.

Cabe prever que el Consejo de Administración esté compuesto por 11 (once) consejeros, comprometiéndose las Partes a presentar y votar una única lista de candidatos compuesta según el siguiente orden:

- (i) 1 candidato, que será nombrado Consejero Delegado, y designado de común acuerdo entre las Partes;
- (ii) 4 candidatos, entre ellos uno en posesión de los requisitos de independencia según la definición facilitada por el Código de Autodisciplina de Borsa Italiana S.p.A., nombrados por Cascades;
- (iii) 2 candidatos nombrados por Alerion Industries;
- (iv) 1 candidato nombrado por Eurinvest Finanza Stabile;
- (v) 1 candidato nombrado por IC (Industria della Costruzione);
- (vi) 2 candidatos, en posesión de los requisitos de independencia según la definición facilitada por el Código de Autodisciplina de Borsa Italiana S.p.A., nombrados de común acuerdo entre las Partes.

D. Giuseppe Garofano mantendrá el actual cargo de Presidente del Consejo de Administración durante el primer año siguiente a la fecha de entrada en vigor de la Fusión, una vez transcurrido el cual la Presidencia será ocupada durante los dos ejercicios sucesivos por un consejero nombrado por Cascades. El Vicepresidente para el primer año será nombrado entre los consejeros designados por Cascades; posteriormente dicho cargo será ocupado por el Presidente saliente.

Con el objeto de garantizar la uniformidad de la gestión, se prevé que las decisiones del Consejo de Administración respecto a los aspectos de especial importancia, enumerados en el anterior párrafo 8, sean

adoptadas con el voto favorable de cómo mínimo 7 consejeros. A partir del momento en que, tal como se indica en el párrafo 8, se prevea que dicha cláusula se incluya en los Estatutos de RdM, las Partes se comprometen a no participar en la modificación de la misma durante la completa vigencia del pacto parasocial.

También a nivel asambleario, las Partes reconocen la oportunidad de preservar la uniformidad de la dirección y para ello se prevé que los derechos de voto en la Junta extraordinaria de RdM sean siempre ejercidos de común acuerdo. El pacto parasocial prevé asimismo otros compromisos de consulta de las Partes en previsión de las Juntas de RdM.

El órgano de control estará compuesto de manera que garantice una representatividad igualitaria de las Partes; para ello, las Partes se comprometen a presentar y votar una única lista compuesta según el siguiente orden:

- (i) 1º Auditor titular, con funciones de Presidente, nombrado conjuntamente por las Partes;
- (ii) 2º Auditor titular nombrado por Cascades;
- (iii) 3º Auditor titular nombrado por Alerion Industries, Eurinvest Finanza Stabile e IC (Industria della Costruzione);
- (iv) 1º Auditor suplente, nombrado por Cascades;
- (v) 2º Auditor suplente, nombrado por Alerion Industries, Eurinvest Finanza Stabile e IC (Industria della Costruzione).

Los comités para las retribuciones y para el control interno, instituidos en el seno del Consejo de Administración con funciones constructivas y consultivas según el Código de Autodisciplina de Borsa Italiana S.p.A., serán nombrados para garantizar a las Partes una representatividad igualitaria, de conformidad con lo previsto en dicho Código de Autodisciplina.

Para garantizar la estabilidad de la configuración propietaria que resulte de la Fusión, las Partes se comprometen durante los primeros 18 meses de duración del pacto a no ceder a favor de terceros su participación en RdM.

Posteriormente, los traspasos de acciones estarán sujetos a los derechos recíprocos de compra preferente y de venta conjunta.

### **11.3 Aplicación a la operación objeto del presente Informe de la exención de la obligación de oferta pública de compra**

La operación de Fusión recae en el ámbito de aplicación de la norma prevista en el art. 49, párrafo primero, letra f) del Reglamento Emisores, en virtud de la cual la compra de acciones ordinarias que representen más del treinta por ciento del capital social no comporta la obligación de oferta pública de compra siempre que la compra sea *“consecuente con las operaciones de fusión o escisión aprobadas, en base a unas*

*exigencias industriales reales y fundamentadas, y mediante la deliberación de la Junta de la sociedad cuyas acciones deberían ser, en caso contrario, objeto de oferta*’.

En el párrafo 1.2 del presente Informe se ilustran las razones industriales en las que se basa la Fusión por incorporación de Cascades Italia S.r.l. en RdM.

En este contexto se inserta, tal como se indica en el anterior párrafo 11.2, el nuevo pacto entre los accionistas de referencia de RdM y el nuevo accionista Cascades S.A., al cual se le traspasarán unas participaciones equivalentes en su total al 50,4% del capital social que resulte de la Fusión.

Dicho pacto, destinado a garantizar que, tras el perfeccionamiento de la Fusión, RdM tenga una estabilidad de *governance*, constituye parte integrante e indivisible de dicha operación de Fusión, así como un elemento funcional e indispensable para la realización del proyecto industrial subyacente.

Por este motivo, se considera que puede aplicarse en el caso en cuestión la orientación expresada por Consob en varias ocasiones con respecto a la estipulación de pactos parasociales instrumentales y funcionales en operaciones de fusión y, por consiguiente, considerar incluido dicho pacto, junto con la Fusión, en el ámbito de aplicación del mencionado art. 49, párrafo primero, letra f) del Reglamento Emisores.

## **12. VALORACIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN SOBRE EL POSIBLE DERECHO DE RENUNCIA A FAVOR DE LOS ACCIONISTAS**

Aunque Cascades Italia tenga un único accionista, cabe señalar para finalizar que a los accionistas de la Sociedad Absorbida que no hubieran participado en la deliberación de la Fusión les correspondería el derecho de renuncia en virtud del art. 2473 del Código Civil, y que podrán ejercer con arreglo a las modalidades y a los plazos previstos en el art. 7 de los Estatutos sociales de Cascades Italia. El correspondiente reembolso de la participación para la cual se ejerza la renuncia se determinará con arreglo a los criterios previstos en el art. 2473, párrafo tercero, del Código Civil y el pago se efectuará con arreglo a los plazos previstos en el art. 2473, párrafo cuarto, del Código Civil.

\* \* \*

Milano, 13 de septiembre de 2007

El Presidente del Consejo de Administración

---