



**BAKER TILLY
REVISA**

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE

DI

FINE FOODS & PHARMACEUTICALS N.T.M. S.P.A.

IN

INNOVA ITALY 1 S.P.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

AI SENSI DEGLI ARTT. 2501-*SEXIES* E

2503 COMMA 1 DEL CODICE CIVILE



INDICE	Pag.
1. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO	1
2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE	2
3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE	4
4. STRUTTURA DEI CAPITALI SOCIALI	7
5. MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OPERAZIONE RILEVANTE	11
6. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	17
7. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	20
8. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI	26
9. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI	27
10. SINTESI DEI RISULTATI - RAPPORTI DI CAMBIO	32
11. LAVORO SVOLTO	33
12. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE	37
13. COMMENTI SULLE SITUAZIONI PATRIMONIALI E FINANZIARIE DELLE SOCIETA'	40
14. LIMITI RICONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	42
15. CONCLUSIONI	43



BAKER TILLY REVISA

Società di Revisione e
Organizzazione Contabile
20121 Milano
Via Senato 20
Italy

T: +39 02 76014305
F: +39 02 76014315
PEC: bakertillyrevisa@pec.it

www.bakertillyrevisa.it

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

**ai sensi degli artt. 2501-sexies e
2503 comma 1 del Codice Civile**

Agli Azionisti di

FINE FOODS & PHARMACEUTICALS N.T.M. S.P.A.

e

Agli Azionisti di

INNOVA ITALY 1 S.P.A.

1. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (nel seguito anche "la Fusione") di Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. S.p.A. (di seguito anche "FF" o "Incorporanda") in Innova Italy 1 S.p.A. (di seguito anche "INNOVA" o "Incorporante"), in data 29 marzo 2018 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta di FF e di INNOVA (di seguito congiuntamente, anche "le Società"), quale esperto comune per la redazione della relazione (di seguito "la Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della società Incorporante con le azioni della società Incorporanda (di seguito "il Rapporto di Cambio") ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile. La nomina da parte del Tribunale di Milano, su istanza delle Società, concerne anche l'attestazione di cui all'art. 2503 comma 1 del codice civile.

A tali fini, abbiamo ricevuto dalle Società il progetto di fusione per incorporazione di FF in INNOVA (di seguito "il Progetto di Fusione") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 7 giugno 2018, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito "le Relazioni degli Amministratori") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art 2501-*quinquies* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché il bilancio al 31 dicembre 2017 di FF approvato dall'Assemblea dei Soci del 27 aprile 2018 e il bilancio al 31 dicembre 2017 di INNOVA approvato dall'assemblea dei soci del 5 aprile 2018, che includono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501-*quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di FF e INNOVA, che verranno convocate al fine di assumere, tra le altre, le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria di INNOVA sarà anche chiamata a deliberare sull'adozione di un nuovo statuto sociale con effetti dalla data di efficacia della Fusione come da testo allegato alle Relazioni degli Amministratori, che recepirà tutte le modifiche conseguenti alla citata operazione di fusione.

2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Rapporto di cambio (relazione ex 2501-sexies c.c.)

Al fine di fornire agli Azionisti di FF e INNOVA idonee informazioni sul Rapporto di Cambio delle azioni, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società per la sua determinazione e le difficoltà di



valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di FF e di INNOVA, anche sulla base delle indicazioni dei consulenti utilizzati dalle rispettive Società, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata Fusione. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dai Consigli di Amministrazione delle due Società.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società per determinare il Rapporto di Cambio e, pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

Asseverazione per i creditori ex 2503 c.c.

Per gli effetti della prospettata fusione, il patrimonio della società risultante dalla fusione verrà a costituire garanzia generica di rimborso dei debiti contratti verso i creditori delle Società.

La presente relazione contiene anche, ai sensi e per le finalità di cui all'art. 2503 comma 1 del codice civile, l'asseverazione che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei creditori delle stesse società, anteriori al deposito del progetto di

fusione per l'iscrizione nel registro delle imprese. A tali fini sono state esaminate le situazioni patrimoniali delle Società al 31 dicembre 2017 redatte ai fini dell'art. 2501-*quater* del codice civile, nonché le situazione patrimoniali infrannuali più recenti del 2018.

Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la fusione per incorporazione di FF in INNOVA, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501 e seguenti del codice civile, fatta eccezione per l'art. 2501 bis del Codice civile.

INNOVA

INNOVA è una *special purpose acquisition company* (SPAC) di diritto italiano con sede a Milano, con azioni quotate sul mercato dell'AIM, costituita in data 21 dicembre 2015 da un gruppo di professionisti, soci fondatori, con l'unico obiettivo di realizzare entro il termine del 24° mese di calendario successivo alla data di avvio delle negoziazioni delle proprie azioni ordinarie (poi avvenuto in data 19 ottobre 2016) una operazione rilevante (di seguito anche "Operazione Rilevante") per tale intendendosi un'aggregazione con altre imprese attraverso, a mero titolo esemplificativo, fusione, acquisizione con qualsiasi modalità di legge (ivi incluso sottoscrizione di aumenti di capitale e compravendita) di partecipazioni nell'impresa selezionata e/o di conferimento.

INNOVA dispone ora di risorse finanziarie pari a circa 100 milioni di euro, raccolte da investitori in sede di ammissione alla quotazione e depositate in un conto bancario vincolato da destinare, in conformità al proprio oggetto sociale, al finanziamento dell'Operazione Rilevante, mediante l'aggregazione con una società *target* italiana, da realizzare nei tempi previsti statutariamente (*business combination*).

A decorrere dalla data della quotazione, le attività di INNOVA sono state sostanzialmente finalizzate alla ricerca di una potenziale società *target* che fosse in linea con i criteri generali individuati nella politica di investimento della Società, così come descritta nel prospetto informativo per l'ammissione alla quotazione, approvato da Consob e pubblicato in data 14 ottobre 2016 (il "Prospetto di Quotazione"). Nella ricerca del soggetto *target* l'attenzione del management è stata rivolta, in coerenza con le politiche di investimento preventivamente definite, a società italiane di medie dimensioni non quotate, ad alto potenziale di crescita operanti a livello nazionale ed internazionale, con un significativo tasso di innovazione di prodotto e/o di processo, potenziali o attuali *leader* nel proprio settore.

INNOVA ha individuato FF quale potenziale *target* con cui realizzare l'operazione, avendo focalizzato tra le principali caratteristiche la *leadership* della società nel suo settore di riferimento, buoni risultati sia in termini di risultati che di crescita, forte attrattività nel suo settore, struttura e organizzazione aziendale adeguate.



FF

FF è una società produttiva con sede in Verdellino (BG), che sviluppa e produce in conto terzi prodotti solidi destinati all'industria farmaceutica, nutraceutica e dei dispositivi medici. La società, costituita nel 1984, ha un assetto proprietario familiare e nel tempo è cresciuta e si è diversificata anche mediante acquisizioni. Le principali caratteristiche di FF come descritte nella Relazione degli Amministratori, sono le seguenti:

- (a) società tra i leader nel settore di riferimento (*Contract Development and Manufacturing Organization*) con buone performance in termini di EBITDA e elevati tassi di crescita;
- (b) fidelizzazione della clientela esistente, buone capacità di sviluppo, anche grazie agli investimenti effettuati recentemente, management di alto profilo.

Il socio di riferimento di FF, che detiene direttamente e indirettamente il capitale sociale della stessa, ha a sua loro volta espresso il proprio interesse a realizzare l'aggregazione con INNOVA (e, quindi, la quotazione su un mercato regolamentato italiano), anche al fine di perseguire un'ulteriore crescita.

L'aggregazione di FF con INNOVA e l'iniezione delle significative risorse finanziarie a disposizione di quest'ultima permetterebbero a FF di svilupparsi e di consolidare la propria posizione nel mercato di riferimento, anche mediante acquisizioni e di accedere alla quotazione, tramite fusione per incorporazione, della società derivante dalla *Combined Entity*, dapprima sull'AIM e, nei tempi tecnici possibili, sul mercato primario di Borsa Italiana (MTA), con conseguenti benefici sulla Posizione Finanziaria Netta e sul merito creditizio, nonché sulla *corporate governance* della società.



4. STRUTTURA DEI CAPITALI SOCIALI

FF

Alla data della presente relazione il capitale sociale di FF è pari a euro 8.000.000, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 5.712.418 azioni ordinarie (le “Azioni Ordinarie FF”) e n. 2.287.582 azioni a voto plurimo (le “Azioni a Voto Plurimo FF”), tutte del valore nominale di euro 1 cadauna, detenute per il 95%, rappresentato da n. 5.312.418 azioni ordinarie e n. 2.287.582 azioni a voto plurimo, da Eigenfin S.r.L. (società posseduta per il 99% da Marco Eigenmann) e per il 5%, rappresentato da n. 400.000 azioni ordinarie, da Marco Eigenmann.

INNOVA

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di INNOVA è pari a euro 10.256.250, rappresentato da n. 10.000.000 azioni ordinarie negoziate all'AIM e da n. 200.000 azioni speciali sottoscritte in misura uguale da quattro soci promotori e dagli eredi del quinto socio recentemente deceduto, tutte prive di indicazione del valore nominale.

Gli amministratori riportano nelle loro relazioni i soggetti che, alla data delle medesime, sulla base delle informazioni a disposizione della Società Incorporante, sono titolari di azioni ordinarie di INNOVA con una partecipazione al capitale sociale ordinario superiore al 5%, come segue:

Azionista	% sul capitale sociale ordinario
Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense	10
Inarcassa	10
Banque Pictet	5,8
Fondazione Carisbo	5

Le azioni speciali hanno, tra le altre, la caratteristica di venire convertite automaticamente in Azioni Ordinarie di INNOVA, con un rapporto di 6 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione Speciale posseduta, come segue:

- i) quanto a n. 50.000 Azioni Speciali (pari al 25% del totale) nel caso di esecuzione dell'Operazione Rilevante e decorso il 7° giorno di borsa aperta successivo alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante;
- ii) (A) nell'ulteriore misura di n. 50.000 Azioni Speciali (pari al 25% del totale) nel caso in cui, entro 36 mesi dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie di INNOVA negoziate sull'AIM, per almeno 15 giorni su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a euro 11,00 per Azione Ordinaria;

(B) nell'ulteriore misura di n. 50.000 Azioni Speciali (pari al 25% del totale) nel caso in cui nel periodo indicato sub (A), il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie di INNOVA negoziate sull'AIM, per almeno 15 giorni su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a euro 12,00 per azione ordinaria;

(C) nell'ulteriore misura di n. 50.000 Azioni Speciali (pari al 25% del totale) nel caso in cui nel periodo indicato sub (A), il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie di INNOVA negoziate sull'AIM, per almeno 15 giorni su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a euro 13,00 per azione ordinaria;

fermo restando che, decorsi 36 mesi dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, per ogni Azione Speciale non già convertita automaticamente ai sensi delle fattispecie di cui al precedente punto ii), si otterrà in conversione n. 1 Azione Ordinaria, senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale.

Per maggiori dettagli sulle Azioni Speciali si rinvia a quanto riportato nel Progetto di Fusione.

L'Assemblea Straordinaria dei Soci di INNOVA del 10 ottobre 2016 ha deliberato, tra l'altro, un aumento di capitale di massimi nominali euro 291.650 mediante emissione di massime n. 2.916.500 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, al servizio della conversione dei *Warrant Innova Italy 1 S.p.A.* (i "Warrant"), da esercitarsi in conformità al relativo regolamento entro 5 anni dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante.

Alla data della presente Relazione, ad oggi INNOVA ha emesso n. 2.000.000 Warrant, ammessi alle negoziazioni sull'AIM, e assegnati in sede di collocamento delle azioni ordinarie di INNOVA con un rapporto di 2 Warrant ogni 10 azioni ordinarie di Innova; i restanti Warrant verranno emessi ed assegnati gratuitamente, ai sensi dell'articolo 2 del "*Regolamento dei Warrant Innova Italy 1 S.p.A.*", successivamente alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, in favore di coloro che saranno azionisti di INNOVA il giorno antecedente alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante (e, in ogni caso, a eccezione di coloro che abbiano esercitato il Diritto di Recesso in relazione all'Operazione Rilevante), con un rapporto di n. 3 Warrant per ogni n. 10 azioni ordinarie di Innova.

Per maggiori dettagli sulla conversione dei Warrant si rinvia al Regolamento dei “Warrant Innova Italy 1 S.p.A.”, disponibile sul sito internet di INNOVA.

Diritto di recesso a favore degli azionisti dell’Incorporante

Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, i titolari di Azioni Ordinarie di INNOVA non favorevoli alla proposta di Operazione Rilevante presentata dal Consiglio di Amministrazione di INNOVA e rappresentata dalla prospettata Fusione, avranno il diritto di recedere dalla Società ai sensi dell’art. 2437 e seguenti del codice civile e, nel contesto della relativa procedura di liquidazione delle azioni, vendere alla Società, che avrà il corrispondente obbligo di acquistare, utilizzando riserve disponibili ai sensi dell’art. 2437-*quater* 5° comma del codice civile, tutte o parte delle Azioni Ordinarie detenute.

Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie INNOVA viene determinato ai sensi dell’art. 2437-*ter* del codice civile e in conformità al disposto dell’articolo 8 comma 3 dello Statuto vigente e gli Amministratori riportano nelle loro relazioni che l’esborso sarà pari al prezzo di liquidazione stabilito dal Consiglio di Amministrazione di INNOVA, per l’importo di euro 10,00 per Azione Ordinaria. Inoltre, ai sensi dell’art. 15.3 dello Statuto, la deliberazione dell’assemblea straordinaria dei soci che approva il Progetto di Fusione è risolutivamente condizionata all’avveramento di entrambe le seguenti condizioni:

- l’esercizio del diritto di recesso da parte di tanti soci che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale ordinario;
- il completamento del procedimento di liquidazione di tali soci recedenti, ai sensi dell’art. 2437-*quater* del codice civile.



5. MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OPERAZIONE RILEVANTE

Accordo Quadro

In data 7 giugno 2018 FF, INNOVA, Eigenfin s.r.l. e Marco Eigenmann hanno sottoscritto un accordo quadro al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni concernenti alla realizzazione della Fusione (di seguito "Accordo Quadro").

Ai sensi dell'Accordo Quadro, gli impegni ivi previsti a carico delle parti, e in ogni caso l'impegno di procedere all'esecuzione della Fusione nei termini e con le modalità ivi previste, sono risolutivamente condizionati al verificarsi delle seguenti circostanze:

- (i) che la delibera dell'assemblea degli azionisti di INNOVA, chiamata, *inter alia*, ad approvare la Fusione soddisfi i requisiti di cui all'articolo 49, comma 1, lettera g), del Regolamento Emittenti, ai fini dell'esenzione dall'obbligo del lancio di una offerta pubblica di acquisto totalitaria;
- (ii) che la delibera assembleare di cui al punto (i) che precede non sia divenuta inefficace per effetto del verificarsi della Condizione Risolutiva Statutaria (diritto di recesso esercitato in misura superiore al 30%);
- (iii) la mancata revoca (con esclusione della mera sospensione) di INNOVA dalle negoziazioni sul mercato AIM;
- (iv) il mancato verificarsi di un Evento Rilevante entro la data di realizzazione della Fusione, ove per "Evento Rilevante" si intende "uno o più eventi, fatti, circostanze o atti di autorità amministrative o giurisdizionali nei confronti di FF che, da soli o considerati nel complesso, comportino un mutamento

rilevante nella capacità di FF di produrre utili o per la sua posizione finanziaria o nella sua capacità di condurre le attività come correntemente condotte”;

- (v) le mancate dimissioni degli attuali membri del consiglio di amministrazione di INNOVA con efficacia a far data dalla data di efficacia della Fusione e, conseguentemente, la mancata nomina del nuovo consiglio di amministrazione della Società Post Fusione ai sensi dell’Accordo Quadro;
- (vi) la stipula dell’atto di fusione relativo alla Fusione entro la data del 30 settembre 2018;
- (vii) in relazione ai contratti contenenti clausole di cosiddetto cambio di controllo, diritti di risoluzione anticipata, obblighi di informativa o disposizioni analoghe che potrebbero trovare applicazione in virtù del perfezionamento dell’Operazione Rilevante, di cui è parte FF, entro e non oltre la data di efficacia della Fusione, la comunicazione alle relative controparti della sottoscrizione ed attuazione dell’Accordo Quadro o del perfezionamento o dell’esecuzione dell’Operazione Rilevante ovvero l’ottenimento dai predetti soggetti del consenso ovvero della rinuncia a far valere i propri diritti di risoluzione, recesso o diritti analoghi che potrebbero derivare dalla sottoscrizione e/o dall’adempimento dell’Accordo Quadro ovvero dal perfezionamento o esecuzione dell’Operazione Rilevante; e
- (viii) in relazione al prestito obbligazionario emesso in data 13 ottobre 2016 da FF, entro e non oltre la data di efficacia della Fusione, l’ottenimento del previo consenso di Amundi SGR S.p.A., in qualità di sottoscrittore del prestito, e di SACE S.p.A., in qualità di datore di garanzia per il rimborso del prestito obbligazionario, all’adempimento dell’Accordo Quadro nonché al perfezionamento ed esecuzione dell’Operazione Rilevante.



L'Accordo Quadro prevede altresì, *inter alia*, che, una volta perfezionata la Fusione, la Società Post Fusione emetta in favore dei Soci FF (in proporzione alla partecipazione attualmente detenuta in FF) n. 4.000.000 *warrant* (i "Warrant Soci FF"), non quotati e non trasferibili fino allo scadere di un periodo di 20 mesi a decorrere dalla data di efficacia della Fusione (il "Periodo di Lock-Up"), e che conferiscano il diritto di sottoscrivere azioni di nuova emissione della Società Post Fusione esercitabili:

- (a) integralmente (*i.e.*, per il 100% dei Warrant Soci Originari FF), qualora entro 3 anni dalla Data di Efficacia il prezzo (da intendersi come prezzo medio ponderato giornaliero) del titolo (quotato sul AIM o sul MTA, a seconda dei casi) della *Combined Entity* sia non inferiore ad Euro 13,00 per almeno 15 giorni su 30 giorni consecutivi di borsa aperta; ovvero
- (b) ove la condizione sub lettera (a) che precede non si sia verificata, e a prescindere dal verificarsi della condizione sub lettera (c) che segue, per il 25% dei Warrant Soci Originari FF, qualora nel corso del 4° e del 5° anno dalla Data di Efficacia il prezzo (da intendersi come prezzo medio ponderato giornaliero) del titolo (quotato sul AIM o sul MTA, a seconda dei casi) della *Combined Entity* sia non inferiore ad Euro 14,00 per almeno 15 giorni su 30 giorni consecutivi di borsa aperta;
- (c) ove la condizione sub lettera (a) che precede non si sia verificata, e a prescindere dal verificarsi della condizione sub lettera (b) che precede, per il 75% dei Warrant Soci Originari FF al prezzo medio mensile dal 6° anno (incluso) dalla Data di Efficacia e per i successivi 12 mesi, fermo restando che i Soci FF non potranno esercitare i Warrant Soci Originari FF nel corso del 4° e del 5° anno dalla Data di Efficacia.

Il valore totale dei Warrant Soci FF esercitati viene convertito in un numero di azioni di compendio della Società Post Fusione, al prezzo di Euro 0,1, con il seguente rapporto di esercizio:



(prezzo medio per azione nel mese precedente - 9,5 euro) / (Prezzo medio per azione nel mese precedente - prezzo di sottoscrizione)

A titolo esemplificativo, a fronte di 1 Warrant Soci FF esercitato: (14 euro - 9,5 euro) / (14-0,1), corrisponderanno 0,32 azioni della Società Post Fusione.

I Warrant Soci FF saranno nominativi e non saranno liberamente trasferibili.

Sempre ai sensi dell'Accordo Quadro, è previsto che in concambio ad Eigenfin siano attribuite anche Azioni Riscattabili che consentano ad Eigenfin di far sì che la Società Post Fusione riscatti, in tutto o in parte, le Azioni Riscattabili, che saranno necessariamente riscattate dalla Società Post Fusione esclusivamente ove Eigenfin sia tenuto a indennizzare la Società di un danno ai sensi dell'Accordo Quadro medesimo ed abbia comunicato di corrispondere tale indennizzo, in tutto o in parte, mediante il riscatto da parte della Società delle Azioni Riscattabili.

Per ulteriori informazioni sull'Accordo Quadro, si rinvia al documento informativo relativo alla Fusione predisposto da INNOVA ai sensi dell'articolo 14 del regolamento emittenti AIM (il "Documento Informativo") che sarà reso disponibile presso la sede sociale di INNOVA e consultabile sul sito internet della medesima all'indirizzo www.innovaitaly1.it, sezione "Operazione Rilevante", nei termini di legge e regolamentari.

A seguito dell'approvazione da parte delle assemblee straordinarie del progetto di fusione, si darà luogo alla fusione per incorporazione di FF in INNOVA, mediante l'emissione delle azioni in concambio delle azioni detenute dagli azionisti di FF. La società incorporata quindi si estinguerà, mentre la *Combined Entity* cambierà, tra l'altro, la denominazione in FF e l'oggetto sociale.



L'aumento di capitale al servizio della fusione riguarderà azioni ordinarie, le azioni riscattabili attribuite a Eigenfin e un certo numero di azioni a voto plurimo, ciascuna delle quali incorporerà un diritto di voto pari a 3 voti in relazione a tutte le deliberazioni di competenza assembleare in sede sia ordinaria che straordinaria. Tali azioni a voto plurimo saranno vincolate da clausole di *lock-up* (divieto di trasferimento per 20 mesi) e nel diritto a ricevere dividendi a determinate condizioni.

Ad esito della Fusione, sulla base di quanto indicato e tenuto in ogni caso conto del possibile effetto diluitivo eventualmente derivante dall'integrale esercizio dei Warrant e dalla integrale conversione delle Azioni Speciali, i Soci FF complessivamente considerati risulteranno titolari, in ogni caso, di una partecipazione nella Società Post Fusione non inferiore al 51,5%, rappresentativo (tenuto conto dei diritti di voto associati alle Azioni a Voto Plurimo) del 61,8% dei diritti di voto in assemblea.

L'Incorporante subentrerà nei rapporti giuridici della Incorporanda a partire dalla data in cui la fusione avrà efficacia giuridica, come indicato nell'atto di fusione.

A fini civilistici, contabili e fiscali gli effetti della Fusione avranno decorrenza 1° gennaio 2018.

Progetto di Fusione

In data 7 giugno 2018 i Consigli di Amministrazione delle due Società hanno approvato il Progetto di Fusione e predisposto le Relazioni degli Amministratori che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni.



La Fusione verrà deliberata, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del codice civile, sulla base:

- (a) della situazione patrimoniale di INNOVA relativa al 31 dicembre 2017, così come risulta dal bilancio dell'esercizio 2017 approvato dall'assemblea dei soci del 5 aprile 2018, e
- (b) della situazione patrimoniale di FF relativa al 31 dicembre 2017, così come risulta dal bilancio dell'esercizio 2017, approvato dall'assemblea dei soci del 27 aprile 2018.

Gli amministratori sono pervenuti e hanno individuato il seguente Rapporto di Cambio (il "Rapporto di Cambio"):

per ogni n. 1 azione ordinaria FF n. 1,3199 azioni ordinarie INNOVA di nuova emissione e n. 0,2101 Azioni Riscattabili di nuova emissione

per ogni n. 1 azione a Voto Plurimo FF n. 1,53 azioni a voto plurimo della Combined Entity di nuova emissione

Le azioni ordinarie della *Combined Entity* di nuova emissione saranno negoziate sull'AIM, mentre le Azioni Riscattabili e quelle a Voto Plurimo non saranno ammesse alla negoziazione sull'AIM né su altri mercati regolamentati.

Gli Amministratori di INNOVA nella loro Relazione illustrativa informano gli azionisti del fatto che, con riferimento alle disposizioni relative alle società quotate di cui al TUF e ai regolamenti di attuazione emanati dalla Consob in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, trova applicazione l'ipotesi di esenzione disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. G) del Regolamento Emittenti (meccanismo del c.d. "*withewash*") per cui il mutamento della



compagine azionaria della incorporante a seguito della fusione non comporterà per gli Azionisti (complessivamente considerati) nel contesto dell'operazione medesima, alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, rivolta a tutti i possessori di azioni ordinarie dell'incorporante, sulla totalità delle azioni ordinarie medesime ammesse alle negoziazioni sull'AIM in loro possesso.

6. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- il Progetto di Fusione, approvato dai Consigli di Amministrazione di FF e INNOVA in data 7 giugno 2018 ed indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propone, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2017, il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori;
- le Relazioni degli Amministratori di FF e di INNOVA, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 7 giugno 2018 ed indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie, che illustrano la Fusione e il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori;
- l'Accordo Quadro sottoscritto in data 30 maggio 2018 tra INNOVA e gli azionisti FF, con relativi allegati;
- il documento "*Discussion material*" emesso in data 26 aprile 2018 dai



consulenti di INNOVA a supporto della valutazione di FF da parte del Consiglio di Amministrazione;

- il rapporto di Due Diligence Contabile (“Project Future”) emesso in *Draft* da KPMG spa in data 9 febbraio 2018;
- Il rapporto di Due Diligence Fiscale (“Due diligence tax report”) emesso in *Draft* da KPMG in data 18 gennaio 2018;
- Il rapporto di Due Diligence Legale emesso dallo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners in data 3 aprile 2018;
- i bilanci relativi agli esercizi 2014, 2015, 2016 e 2017 di FF, corredati delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte;
- i bilanci degli esercizi 2016 e 2017 di INNOVA, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione KPMG;
- il Business Plan del gruppo FF riferito al periodo 2018-2022 predisposto dal Management di FF con i propri consulenti;
- l’andamento delle quotazioni di borsa delle Azioni e dei *warrant* INNOVA;
- le informazioni contabili, extracontabili e gestionali, i dettagli di calcolo, i dati e le informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- le Visure Camerali Ordinarie delle società partecipanti alla Fusione;

- lo Statuto vigente della società Incorporanda e lo statuto vigente e quello post-Fusione della società Incorporante, questi ultimi allegati al Progetto di Fusione;
- i libri sociali delle società INNOVA e FF;
- il Prospetto Informativo relativo all'ammissione alla quotazione di INNOVA sull' AIM;
- il Regolamento dei "Warrant Innova Italy 1 S.p.A.";
- le situazioni patrimoniali al 31 marzo 2018 di FF e INNOVA;
- la documentazione di varia natura a supporto delle ipotesi finanziarie della valutazione di FF.

Ai fini della predisposizione della Relazione ai sensi degli articoli 2501-*sexies* e 2503 del Codice Civile, le Società partecipanti alla Fusione hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare i documenti e le risultanze concernenti la determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle due Società attestazione che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.



7. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Gli Amministratori delle Società coinvolte nell'operazione di fusione, in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società stesse, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione.

Scelta dei metodi e dei criteri di valutazione

Nella fusione tra le società l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni della società incorporanda e il numero delle azioni che l'incorporante assegna agli azionisti dell'incorporanda.

Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono pertanto essere valutate in base a criteri coerenti, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Si precisa inoltre che i valori relativi di FF e INNOVA sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e prescindendo da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione. Le società partecipanti alla Fusione sono state valutate come entità separate (cosiddetta ottica *stand-alone*), a prescindere da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti della Fusione sull'entità risultante.



Descrizione delle metodologie utilizzate

Tenuto conto delle finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale e internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, dello *status* peculiare di INNOVA (che si configura come un veicolo di investimento), i Consigli di Amministrazione hanno applicato le seguenti metodologie di valutazione:

- per FF:
 - il metodo dell' *Unlevered Discounted Cash Flow* ("UDCF") quale metodo principale;
 - il metodo dei Multipli di mercato e quello dei Multipli di transazioni precedenti, quali metodi di controllo.

- per INNOVA:
 - il metodo del *Net Asset Value* ("NAV").

Metodo dell' "Unlevered Discounted Cash Flow"

Gli Amministratori, con riferimento a FF, hanno adottato l'UDCF quale metodo principale al fine di determinare il valore del capitale della società, in considerazione delle caratteristiche di tale metodo quali la flessibilità e la capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società.

Il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF) prevede l'attualizzazione dei flussi monetari che la società sarà in grado di generare e stima il valore economico di un'azienda sulla base dei seguenti aggregati:

- flussi di cassa operativi, intendendo per tali quelli generati dalla gestione caratteristica della società, previsti nel periodo esplicito preso in considerazione dai piani industriali dell'azienda;
- flusso di cassa c.d. "terminal value", inteso come il flusso che la società sarà in grado di generare in perpetuo nel periodo di tempo che va oltre il periodo esplicito del piano industriale.

Il valore ottenuto sommando le due grandezze appena descritte, opportunamente attualizzate ad un tasso che tenga conto del profilo di rischio specifico per l'azienda, rappresenta un flusso c.d. "unlevered" in quanto non tiene conto della struttura finanziaria della società oggetto di valutazione; il metodo UDCF prevede pertanto che tali flussi siano rettificati per l'importo della posizione finanziaria netta della società, alla data di riferimento della valutazione.

Devono infine essere apportate le necessarie rettifiche per tenere conto di ulteriori elementi valutativi non già presi in considerazione nell'ambito della stima dei flussi di cassa operativi; si fa ad esempio riferimento alla presenza di c.d. "surplus assets" (es. partecipazioni non di controllo) e/o a rettifiche eseguite per tenere conto della presenza di interessi di minoranza.

La formula matematica che esprime l'UDCF è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} - DF_{t0}$$

dove:

W = Valore del capitale economico (Equity Value)

FC_t = Flusso di cassa operativo "unlevered" annuale atteso nel periodo t

VT = Valore terminale

DF = Posizione finanziaria netta, *suplus assets* e interessi di terzi al momento t=0

n = Numero dei periodi di proiezione esplicita

WACC = Costo medio ponderato del capitale

I flussi finanziari da attualizzare sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nelle società. Sulla base della prassi e della dottrina e in particolare della tecnica valutativa del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il Costo medio ponderato del capitale (WACC) è definito come segue:

$$WACC = Kd (1-t) \frac{D}{D+E} + Ke \frac{E}{D+E}$$

Kd = Costo del capitale di debito al netto dell'effetto fiscale

Ke = Costo del capitale proprio

D = Capitale di debito

E = Capitale di rischio

t = Aliquota fiscale

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing*



Model attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

Ke = Costo del capitale di rischio

Rf = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio

β = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento

Rm = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento.

In via generale, il tasso WACC utilizzato ai fini della stima del valore del capitale economico riflette ipotesi coerenti con i *benchmark* di mercato relativi al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso su rendimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario), nonché con la struttura del capitale delle attività oggetto di valutazione.

Metodo dei Multipli di Mercato

Secondo il metodo dei Multipli di Mercato di società quotate comparabili, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle



corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Gli Amministratori segnalano che non esistono società quotate, in Italia o all'estero, perfettamente comparabili con FF. Purtroppo è stato costruito un campione di società estere quotate di varie dimensioni che, sebbene differiscano da FF per tipologia di business, mercato/i di riferimento, dimensioni e struttura, operano nel medesimo settore della società. La scelta dei multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore e dell'attuale contesto di mercato. A tal fine è stato selezionato, tra gli altri, quale multiplo maggiormente significativo l'ENTERPRISE VALUE/EBITDA.

Metodo dei Multipli di transazione

Analogamente al metodo dei Multipli di mercato, il metodo dei Multipli di transazioni prende in esame le grandezze rilevate in occasione di operazioni societarie di società assimilabili, in quanto operanti nello stesso settore di FF o in settori affini, sulla base delle informazioni disponibili. Permangono le analoghe difficoltà di valutazione, nell'ambito di tale metodo rispetto a quello dei Multipli di società quotate, derivante dalla scelta del campione di società oggetto di transazioni.

Metodo del Net Asset Value

Il metodo del Net Asset Value (“NAV”) è comunemente utilizzato nella valutazione di società per le quali il patrimonio costituisce l’elemento preponderante del valore dell’azienda; il metodo del NAV determina il valore del capitale in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della società disgiuntamente considerate. Per “valore equo” si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice.

Gli Amministratori segnalano che la scelta di adottare il metodo del NAV per la valutazione di INNOVA è stata determinata dalla particolare natura della società, che si configura quale veicolo di investimento e il cui *asset* principale è costituito dalla rilevante liquidità raccolta al momento della quotazione sul AIM.

Gli Amministratori hanno altresì deciso di non considerare il valore di mercato delle azioni INNOVA in quanto le quotazioni al listino AIM Italia si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato conclusi nell’ambito di un mercato non regolamentato.

8. DIFFICOLTA’ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Gli Amministratori di FF e di INNOVA hanno evidenziato nelle loro Relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà, che possono così sintetizzarsi:

- a motivo del relativamente limitato numero di scambi delle azioni



INNOVA conclusi nell'ambito del mercato AIM, gli Amministratori non hanno ritenuto opportuno utilizzare, in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, i prezzi espressi da questi scambi;

- i moltiplicatori utilizzati dagli Amministratori per la valutazione di FF con il Metodo dei Multipli di mercato (metodo di controllo) sono stati calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società maggiormente comparabili con FF le quali, tuttavia, presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a FF.

9. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, il Rapporto di Cambio è stato definito in funzione delle valutazioni di seguito descritte.

FF – metodo Unlevered Discounted Cash Flow

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2017.

Il metodo dell'UDCF, utilizzato ai fini della stima del valore di FF, è stato adottato basandosi preliminarmente sul piano industriale 2018-2022, elaborato dal *Management* di FF sulla scorta di assunzioni economico-finanziarie, nell'ipotesi che FF continui ad operare autonomamente (ipotesi *stand alone*).

I flussi utilizzati dagli Amministratori per la stima dell'Enterprise Value (EV)

sono i *Free Cash Flows* cioè i flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati delle influenze dei movimenti collegati alla gestione finanziaria ed alla gestione extra-caratteristica, al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali.

Il patrimonio residuale ("*terminal value*" così come definito in precedenza) è stato determinato attualizzando il flusso di cassa dell'ultimo periodo di previsione del piano, opportunamente rettificato per normalizzare i flussi di cassa degli investimenti, ad un tasso di attualizzazione, come nel seguito definito, rettificato del tasso di crescita perpetua stimato in un *range* dall'1,75% al 2,25%.

I singoli flussi di cassa come precedentemente descritti, ivi incluso il *terminal value*, sono stati attualizzati in base ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale dell'azienda, stimato pari al 9%, calcolato come media ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo opportunità del capitale di rischio (WACC), avendo stimato i seguenti parametri:

- il *risk free rate* del 2,27%,
- l'*equity risk premium* del 5,50%,
- un *beta unlevered* compreso tra 0,70 e 0,85,
- un *size premium* del 3,67%.

Al risultato del procedimento di attualizzazione dei flussi, chiamato valore delle attività operative o *Enterprise Value* ("EV"), è stata sottratta algebricamente il valore della Posizione Finanziaria Netta di FF al 31 dicembre 2017, al fine di determinare l'*Equity Value* dell'azienda.

Allo scopo di ridurre l'alea di rischio connessa alla realizzazione dei risultati



previsti dal piano del management, si è proceduto inoltre ad una valutazione più conservativa, con particolare riferimento ai margini e ai conseguenti valori prospettici dell'EBITDA e del FCFO, lasciando inalterati gli altri parametri.

La valutazione effettuata dagli amministratori con il metodo dell'UDCF ha evidenziato i seguenti valori per il 100% dell'Equity Value di FF:

in base al piano del *Management* = range 135/145 milioni di euro

in base al *Conservative case* = range 108/117 milioni di euro.

FF – metodo dei Multipli di Mercato

Come già indicato in precedenza, il metodo dei Multiplo di Mercato è stato adottato dagli Amministratori quale metodo di controllo.

I moltiplicatori utilizzati per la valutazione di FF, desunti da una selezione di società *comparables*, sono stati i valori medi delle metriche EV/EBITDA e indicano per l'esercizio 2018 un multiplo che oscilla da un minimo di 10,9 ad un massimo di 11,9 volte.

Applicando tali multipli all'EBITDA 2018 prospettico di FF si è pervenuti ad una valutazione per il 100% del capitale di FF pari ad un *range* da 169 a 186 milioni di euro.

FF – metodo dei Multipli di Transazione

Sempre a fini meramente di controllo, è stata fatta un'analisi sulle transazioni di un *panel* di società operanti nel medesimo settore o in settori affini a quello di FF, sulla base delle informazioni disponibili, che evidenzia



per l'esercizio 2018 un multiplo del campione EV/EBITDA pari ad un *range* da 8,5 a 9,4 volte.

Applicando tali multipli all'EBITDA 2018 prospettico di FF si è pervenuti ad un valore per il 100% del capitale della società che oscilla tra 127 e 143 milioni di euro.

Considerate le profonde differenze del campione dei *comparables* rispetto a FF e la limitata attitudine del metodo dei multipli di transazione nella stima del valore di una società in una prospettiva di quotazione, gli Amministratori ritengono che il riscontro dei metodi di controllo rispetto a quello principale dell'UDCF sia soddisfacente e confermi il criterio prudenziale adottato nella valutazione di FF.

FF – conclusioni sulla valutazione

Sulla base dei criteri descritti nei due precedenti paragrafi e del processo negoziale, gli Amministratori hanno attribuito a FF un valore patrimoniale ai fini della fusione pari ad euro 120 milioni di euro, in linea con i valori determinati con l'applicazione del metodo principale, nel *Conservative case*, che può essere considerato un valore prudenziale, coerente con le finalità e con le caratteristiche dell'operazione di Fusione. Tale valore corrisponde ad un multiplo di 8,4 volte l'EBTDA *adjusted* al 31 dicembre 2017.

E' stato quindi calcolato il valore unitario per azione FF dividendo il valore complessivo di FF per il numero di azioni ordinarie e/o a voto plurimo, rappresentative del capitale sociale della Società alla data di riferimento della fusione, pari a n. 8.000.000, pervenendo alla determinazione di un valore unitario delle azioni FF, ai fini della fusione, di euro 15.



Nessuna differenza di valutazione è stata considerata tra azioni ordinarie e azioni a voto plurimo, tenuto conto che i diritti patrimoniali connessi al possesso delle differenti categorie di azioni sono sostanzialmente identici.

INNOVA – Metodo Net Asset Value (“NAV”)

Ai fini dell’applicazione del metodo del NAV, adottato per la valutazione di INNOVA per le motivazioni spiegate nei precedenti paragrafi, gli Amministratori hanno considerato i seguenti aggregati patrimoniali/elementi valutativi riferiti alla data del 31 dicembre 2017:

- le attività costituite prevalentemente da liquidità e da crediti, anche in corso di formazione;
- le passività prevalentemente di natura commerciale, in parte non ancora iscritte a bilancio, ma che includono tutte quelle riferibili in via esclusiva alla valutazione e propedeutiche al perfezionamento dell’Operazione.

Il *fair value* di attività e passività è pari al valore nominale, ovvero al valore contabile delle poste già iscritte in bilancio.

Gli amministratori hanno tenuto conto degli effetti sul patrimonio derivanti dall’esercizio del diritto di recesso, individuando un valore del 100% del capitale netto di INNOVA pari a 100 milioni di euro, nello scenario di recesso minimo e di 70 milioni di euro in quello massimo.

INNOVA – conclusioni sulla valutazione

Considerato che il capitale sociale di INNOVA è costituito da n. 10.000.000 azioni ordinarie e da n. 200.000 azioni speciali, entrambe senza indicazione



del valore nominale, per un totale di n. 10.200.000 azioni, il NAV per azione indicato dagli amministratori risulta pari a euro 9,80, nell'ipotesi di recesso minimo, e di euro 9,72, nell'ipotesi di recesso massimo (in tale ipotesi naturalmente il numero delle azioni ordinarie è stato considerato pari a 7.000.000).

Nessuna differenza di valutazione è stata considerata tra azioni ordinarie e azioni speciali, tenuto conto i diritti patrimoniali connessi al possesso delle differenti categorie di azioni sono sostanzialmente identici.

Nella determinazione del valore unitario delle azioni INNOVA gli Amministratori non hanno tenuto conto degli effetti diluitivi potenziali connessi alla conversione delle azioni speciali, dei *Warrant Innova Italy 1* e dei *warrant* di futura emissione in favore dei soci originari FF, in considerazione dell'alea connessa alla conversione dei citati strumenti finanziari.

10. SINTESI DEI RISULTATI – RAPPORTI DI CAMBIO

Sulla base dei valori unitari delle azioni FF e delle azioni INNOVA, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto alla determinazione del seguente Rapporto di Cambio:

per ogni n. 1 azione ordinaria FF n. 1,3199 azioni ordinarie INNOVA di nuova emissione e n. 0,2101 Azioni Riscattabili di nuova emissione

per ogni n. 1 azione a Voto Plurimo FF n. 1,53 azioni a voto plurimo della Combined Entity di nuova emissione



Relativamente agli effetti connessi all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti INNOVA dissenzienti rispetto all'Operazione Rilevante, il Consiglio di Amministrazione di INNOVA ha proceduto al calcolo dei rapporti di cambio risultanti dalle valutazioni delle azioni INNOVA riferite allo scenario di recesso minimo e allo scenario di recesso massimo. Sulla base di questi calcoli, il Consiglio di Amministrazione di INNOVA ha rilevato che, a parità di valore nozionale attribuito alle azioni FF, la differenza tra i valori delle azioni INNOVA riferiti ai due scenari determina una variazione del Rapporto di Cambio di importo non rilevante. In considerazione di ciò, pur non essendo noto alla data attuale il numero esatto di azioni Innova che saranno oggetto delle richieste di recesso, il Consiglio di Amministrazione di INNOVA ha determinato di identificare un Rapporto di Cambio fisso e univocamente determinato mediante arrotondamento.

Non sono previsti conguagli in denaro.

11. LAVORO SVOLTO

Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente paragrafo 6

Come indicato in precedenza, le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2017 di FF e INNOVA sono quelle risultanti dai rispettivi bilanci, assoggettati a revisione legale rispettivamente dalle società di revisione Deloitte e KPMG, e sono state assunte quali situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile.

In relazione ai predetti bilanci, abbiamo effettuato colloqui con i revisori



contabili di FF e di INNOVA e svolto gli approfondimenti ritenuti necessari, tramite incontri con i rispettivi referenti, finalizzati a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la redazione delle situazioni contabili prese a riferimento ai fini della determinazione del concambio di fusione; abbiamo inoltre effettuato, con le Direzioni di entrambe le Società, le discussioni e gli approfondimenti ritenuti necessari per analizzare le poste di bilancio esposte nelle predette situazioni patrimoniali, anche con riferimento alle variazioni intervenute rispetto al bilancio d'esercizio 2016.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura delle situazioni patrimoniali ex art. 2501-*quater* che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società partecipanti alla fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Anche ai fini dell'asseverazione di cui all'art. 2503 del codice civile, abbiamo ottenuto ed esaminato le situazioni patrimoniali di FF e INNOVA alla data più recente del 31 marzo 2018.

Con riferimento al piano industriale di FF 2018/2022 e alle conseguenti previsioni dei flussi di cassa, fermi restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione della società e con i loro consulenti le principali caratteristiche

del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione del citato piano. Abbiamo in particolare analizzato, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, i seguenti aspetti:

- ragionevolezza delle *assumptions* a supporto dei piani previsionali, con particolare riferimento alle ipotesi di crescita, sia previste nel periodo esplicito che con riferimento al periodo oltre il piano industriale;
- coerenza dei criteri adottati per la previsione dei flussi di cassa con quelli adottati per la redazione delle situazioni patrimoniali e dei bilanci storici della Società;
- ragionevolezza dei parametri prescelti per la stima del tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Per la determinazione del NAV di INNOVA, oltre alle procedure svolte sulle poste patrimoniali al 31 dicembre 2017 rilevanti ai fini della valutazione, abbiamo altresì analizzato le rettifiche apportate al NAV riferite in particolare dalle attività e dalle passività non ancora iscritte in bilancio, ma stimate fino alla data di efficacia prevista della fusione.

Considerando le finalità dell'incarico conferitoci, con riferimento alla redazione delle situazioni patrimoniali delle due Società e del piano industriale di FF, e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, non sussistono motivi per ritenere che le assunzioni fatte dagli Amministratori non siano ragionevoli.

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

Abbiamo svolto un esame delle metodologie seguite dagli Amministratori



per la determinazione del valore delle due Società e per la conseguente determinazione, da parte degli Amministratori, del Rapporto di Cambio, verificando l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei suddetti metodi.

Abbiamo ripercorso le suddette metodologie utilizzate dagli Amministratori, verificandone la ragionevolezza, sulla base della prassi e della dottrina più diffuse, e la corretta applicazione delle stesse.

Abbiamo altresì verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati dagli Amministratori. Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- analisi critica del Progetto di Fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di FF e INNOVA in data 7 giugno 2018 e delle Relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché della coerenza dei metodi di valutazione rispetto alle caratteristiche delle due Società;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "*Documentazione utilizzata*" descritta al precedente paragrafo 6;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori



derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base dell'indicazione dei loro consulenti;

- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto;
- colloqui con le Direzioni delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione delle due Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte soltanto nella misura necessaria per le finalità dell'incarico indicato nel precedente paragrafo 1.

12. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri differenziati per le due Società, ma comunque tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione



del Rapporto di Cambio; nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazione di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione.

Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito delle operazioni di fusione, si osserva che:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono normalmente adottati nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori nella valutazione di FF, quale metodologia principale, appare adeguato nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche della Società;
- la scelta del metodo NAV per INNOVA e del metodo UDCF per FF, utilizzati come metodi principali da parte degli Amministratori, risulta giustificata dall'attività svolta dalle due Società;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i



metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*, pertanto le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione delle società e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende;

- l'applicazione dei metodi dei Multipli adottati per FF (quali metodi di controllo) trova ampia applicazione nella prassi professionale e la scelta degli Amministratori di far ricorso a tale metodo, sia pure con esclusive finalità di controllo, appare pertanto adeguata, nelle circostanze;
- gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, parificano il valore delle Azioni a voto plurimo di INNOVA a quello delle azioni ordinarie, tenuto conto che la logica di determinazione del valore di INNOVA è di tipo patrimoniale e, pertanto, non influenzata dalle diverse caratteristiche delle Azioni a voto plurimo rispetto alle azioni ordinarie; quindi, l'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario;
- non sono stati considerati, nella determinazione del numero delle azioni di INNOVA, i potenziali effetti diluitivi conseguenti alla conversione delle azioni speciali della società. Gli Amministratori hanno infatti ritenuto che, essendo la conversione un evento successivo alla fusione e per di più aleatorio nella sua quantificazione, non dovesse essere preso in considerazione. L'approccio adottato è da noi condiviso;
- non sono stati considerati, nella determinazione del numero delle azioni di INNOVA, i potenziali effetti diluitivi conseguenti all'esercizio dei *warrant* già in circolazione e di quelli di cui è prevista l'emissione nel contesto dell'esecuzione dell'Operazione Rilevante. Anche in questo caso



gli Amministratori hanno ritenuto che l'esercizio dell'opzione sia da considerare un evento successivo alla fusione e aleatorio nella sua quantificazione. L'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario.

13. COMMENTI SULLE SITUAZIONI PATRIMONIALI E FINANZIARIE DELLE SOCIETA'

Come precedentemente riportato l'incarico conferitoci include l'asseverazione, ai sensi dell'Art. 2503 comma 1 del Codice Civile, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società FF e INNOVA partecipanti alla fusione, rende non necessarie garanzie a tutela dei creditori delle stesse società, anteriori all'iscrizione prevista nel terzo comma dell'articolo 2501-ter.

Sulla base del lavoro svolto, come precedentemente descritto, riportiamo le seguenti osservazioni:

- i creditori di INNOVA, quali risultano dal bilancio al 31 dicembre 2017, sono poco significativi rispetto alla dotazione patrimoniale della società, avendo un credito complessivo pari allo 0,16% del patrimonio netto, quest'ultimo investito sostanzialmente in mezzi liquidi;
- la struttura finanziaria di FF al 31 dicembre 2017 può essere sintetizzata nella tabella seguente:

<u>IMPIEGHI</u>	
Investimenti fissi	Euro 58,5 milioni
Capitale circolante netto operativo	Euro 2,0 milioni
TFR	Euro 1,2 milioni
Totale capitale investito	Euro 59,3 milioni
<u>FONTI</u>	
Patrimonio netto	Euro 38,9 milioni
Indebitamento bancario netto	Euro 10,6 milioni
Obbligazioni	Euro 9,8 milioni
Totale risorse finanziarie	Euro 59,3 milioni

I creditori al 31 dicembre 2017, prevalentemente costituiti da finanziatori (banche e obbligazionisti) e fornitori, possono fare affidamento su una equilibrata situazione finanziaria di partenza della società considerata *stand alone*;

- a seguito della Fusione i creditori FF vedranno ulteriormente rafforzato il patrimonio a garanzia della *Combined Entity*, che si accrescerà per un importo che potrà oscillare da un minimo di 70 ad un massimo di 100 milioni di euro circa, in funzione dell'entità dei recessi esercitati, e come già detto rappresentato sostanzialmente da liquidità;
- il piano del *Management FF* relativo al periodo 2018-2022, riguardante la società *stand alone*, evidenzia una previsione di flussi di cassa positivi per ciascuna delle annualità oggetto del piano, che consentirebbe nell'ipotesi fatta di ulteriormente ridurre l'indebitamento finanziario;
- le situazioni patrimoniali delle società FF e INNOVA predisposte alla



successiva data del 31 marzo 2018, non evidenziano un peggioramento delle situazioni finanziarie delle società e/o un aumento significativo o anomalo dei creditori;

- in relazione al prestito obbligazionario emesso in data 13 ottobre 2016 da FF, abbiamo tenuto conto della condizione risolutiva della Fusione, rappresentata dal previo consenso di Amundi SGR S.p.A., in qualità di sottoscrittore del prestito, e di SACE S.p.A., in qualità di datore di garanzia per il rimborso del prestito obbligazionario, alla data di efficacia della Fusione.

Le osservazioni da noi svolte sono basate su informazioni avute con il *Management* di FF e su analisi e dati rilevati dai bilanci oggetto di revisione legale e dalle situazioni patrimoniali elaborate dalle Società e con noi discusse.

Sulla base di tali analisi e osservazioni, riteniamo che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società FF e INNOVA partecipanti alla fusione, rende non necessarie garanzie a tutela dei creditori delle stesse società, anteriori all'iscrizione prevista nel terzo comma dell'articolo 2501-ter.

14. LIMITI RISCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni forniti dalle Società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere specifiche verifiche al riguardo.

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nell'espletamento del presente incarico, si evidenziano i seguenti aspetti:

- in relazione all'utilizzo di dati previsionali nella valutazione di FF secondo il metodo dell'UDCF, che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili per gli Amministratori, in relazione ai futuri risultati economico finanziari;
- i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di FF sono calcolati sulla base di valori riferiti a società ritenute *comparables*; tuttavia, le società del campione proposto presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a FF;
- si richiama, infine, l'attenzione sul fatto che, come già indicato, la Fusione è sottoposta alla condizione risolutiva legata all'esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti di INNOVA che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale.

15. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, fermo restando quanto evidenziato nei precedenti paragrafi, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di FF e INNOVA siano adeguati, in quanto

nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

per ogni n. 1 azione ordinaria FF n. 1,3199 azioni ordinarie INNOVA di nuova emissione e n. 0,2101 Azioni Riscattabili di nuova emissione

per ogni n. 1 azione a Voto Plurimo FF n. 1,53 azioni a voto plurimo della Combined Entity di nuova emissione

Inoltre, sulla base del lavoro svolto asseveriamo, ai sensi dell'Art. 2503 comma 1 del Codice Civile, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società FF e INNOVA partecipanti alla fusione, rende non necessarie garanzie a tutela dei creditori delle stesse società, anteriori all'iscrizione prevista nel terzo comma dell'articolo 2501-ter.

Milano, 7 giugno 2018

Baker Tilly Revisa S.p.A.



Giacomo Bianchi
(Socio Procuratore)



Dionigi Crisigiovanni
(Socio Procuratore)