

SPACE3 S.p.A.

AQUAFIL S.p.A.

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
AI SENSI DELL'ART. 2501 – *SEXIES* DEL CODICE CIVILE**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
 AI SENSI DELL'ART. 2501 – SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di Space3 S.p.A.

Agli Azionisti di Aquafil S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Aquafil S.p.A. (nel seguito "Aquafil" o "Società Incorporanda") e Space3 S.p.A. (nel seguito "Space3" o "Società Incorporante" e, insieme a Aquafil, le "Società"), con provvedimento datato 14 giugno 2017, il Tribunale di Milano ha designato PKF Italia S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'art. 2501–*sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio tra le azioni della Società Incorporante e le azioni della Società Incorporanda (di seguito il "Rapporto di Cambio") .

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione di Aquafil e di Space3 (di seguito, congiuntamente, i "Consigli di Amministrazione" o gli "Amministratori") la seguente documentazione relativa alla prospettata fusione per incorporazione di Aquafil in Space3 (nel seguito, anche la "Fusione"):

- (i) il progetto di fusione per incorporazione di Aquafil in Space3 (di seguito il "Progetto di Fusione"), approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 15 giugno 2017, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito le "Relazioni degli Amministratori" o anche solo le "Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio delle azioni;
- (ii) i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Space3 e di Aquafil, approvati dalle rispettive Assemblee dei Soci in data 22 giugno 2017 e 28 aprile 2017, che costituiscono le situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile;
- (iii) la situazione patrimoniale di Space3 redatta *ad hoc* alla data del 5 aprile 2017, data di efficacia della scissione parziale e proporzionale di Space2 S.p.A. a favore di Space3.

Si segnala che il Consiglio di Amministrazione di Space3, a supporto delle proprie determinazioni, ha dato mandato a Citigroup Global Markets Limited (il "Consulente") affinché esprimesse una *fairness opinion* in ordine alla congruità del Rapporto di Cambio nell'abito della Fusione. Il Consulente ha emesso in data 15 giugno 2017 la propria *fairness opinion*.



Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti delle Società fissate, in unica convocazione, per il giorno 27 luglio 2017.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di Aquafil in Space3.

Space3 è una società per azioni di diritto italiano che si qualifica come SIV (*Special Investment Vehicle*) ai sensi dell'articolo 2.2.37 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni presso il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (il "MIV"), segmento professionale SIV, riservato esclusivamente a investitori qualificati come definiti ai sensi dei regolamenti applicabili. Space3 è stata costituita da Space2 S.p.A. in data 6 ottobre 2016 al fine di agire quale società beneficiaria nell'ambito della scissione parziale e proporzionale avente a oggetto una porzione del patrimonio di Space2 S.p.A. costituito da disponibilità liquide pari a Euro 152.847.144 (la "Scissione").

Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di Space3 è pari a Euro 16.425.988,50, di cui Euro 15.422.500 interamente versati e sottoscritti, suddiviso in n. 15.400.000 azioni, di cui 15.000.000 azioni ordinarie negoziate sul segmento SIV del mercato MIV e n. 400.000 azioni speciali detenute da Space Holding aventi le caratteristiche previste nel relativo statuto (le "Azioni Speciali").

Gli Amministratori riferiscono inoltre che l'Assemblea Straordinaria di Space3 del 23 dicembre 2016 ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, in via scindibile, mediante emissione di massime n. 2.034.885 azioni ordinarie al servizio dell'esercizio di massimi n. 7.500.000 *Market Warrant* Space3 esercitabili ai termini e alle condizioni previste dal relativo regolamento approvato dall'Assemblea Straordinaria (i "*Market Warrant*"). In particolare:

- A) n. 3.750.000 *Market Warrant* sono stati assegnati nell'ambito dell'operazione di Scissione e sono stati ammessi alla negoziazione presso il mercato MIV segmento SIV alla medesima data di inizio delle negoziazioni di dette azioni, coincidente con la data di efficacia della scissione;
- B) il diritto a ricevere gli ulteriori massimi n. 3.750.000 *Market Warrant* da assegnarsi ciascuno ad ogni 4 azioni ordinarie Space3 è incorporato nelle azioni ordinarie di Space3 e circolerà con le medesime, fino alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante; a tale data il secondo *Market Warrant* sarà emesso e inizierà a negoziare separatamente dalle azioni ordinarie di Space3. I *Market Warrant* potranno essere esercitati nel periodo di 5 anni dalla data di efficacia della Fusione a condizione che il prezzo medio mensile sia maggior del prezzo *strike* (Euro 9,5 per azione).

La medesima Assemblea Straordinaria di Space3 del 23 dicembre 2016 ha inoltre deliberato di aumentare il capitale sociale per un ammontare massimo complessivo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 10.400.000, mediante emissione di massime n. 800.000 azioni ordinarie al prezzo di Euro 13, a servizio dell'esercizio di corrispondenti massimi n. 800.000 *Sponsor Warrant* Space 3 (gli "*Sponsor Warrant*"), alle condizioni previste dal relativo regolamento approvato dall'Assemblea Straordinaria nel corso della medesima seduta.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle loro Relazioni, successivamente alla data di efficacia della Scissione – perfezionatasi in data 5 aprile 2017 – Space3 ha iniziato a esercitare l'attività tipica di una SIV, ossia la ricerca di una società *target* con la quale realizzare una *business combination*, anche mediante utilizzo delle disponibilità liquide oggetto di assegnazione mediante la Scissione ed entro il 31 luglio 2018 (di seguito anche "Operazione Rilevante").

Gli Amministratori riferiscono che, all'esito delle proprie ricerche, Space3 ha individuato in Aquafil la società *target* con cui realizzare l'Operazione Rilevante.

Aquafil è una società per azioni che ha per oggetto la produzione, la lavorazione per conto di terzi, la trasformazione e la commercializzazione di fili e filati in genere, la lavorazione e la trasformazione di materie plastiche e lo stampaggio e la commercializzazione delle medesime, la produzione, la trasformazione e la commercializzazione di materie prime e sottoprodotti per la produzione di intermedi per fibre e polimeri, la ricerca di nuove tecnologie industriali nel settore tessile e della plastica, nonché l'assistenza a terzi su metodi di produzione e fabbricazione, sui sistemi di organizzazione della produzione nel settore tessile e della plastica.

Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di Aquafil è pari ad Euro 19.685.556,00 suddiviso in n. 26.542.000 azioni ordinarie – prive di valore nominale – interamente detenute da Aquafin Capital S.p.A. ("Aquafil Capital"), a sua volta controllata da Aquafin Holding S.p.A. ("Aquafin Holding").

Secondo quanto riferito nelle Relazioni, Aquafil ha espresso, a sua volta, il proprio interesse al progetto di integrazione con Space3, consentendo tale operazione, da un lato, la quotazione delle proprie azioni su un mercato regolamentato e, dall'altro, il perseguimento di una crescita per linee interne ed esterne del proprio gruppo in Italia ed all'estero

In data 15 giugno 2017 i Consigli di Amministrazione di Space3 e di Aquafil hanno approvato la sottoscrizione di un accordo quadro ("Accordo Quadro") al fine di disciplinare i termini e le condizioni dell'Operazione Rilevante che si realizzerà, subordinatamente al mancato avveramento delle condizioni risolutive e all'avveramento delle condizioni sospensive ivi previste, essenzialmente attraverso (i) acquisizione da parte di Space3 di massime 6.370.080 azioni ordinarie Aquafil detenute da Aquafin Capital (l'"Acquisizione") e (ii) la successiva Fusione per incorporazione di Aquafil in Space3 sulla base del Progetto di Fusione.

Dalle Relazioni emerge altresì che l'Accordo Quadro disciplina, ai fini della realizzazione dell'Operazione Rilevante, una serie di ulteriori adempimenti ancillari, tra i quali rientrano i seguenti:

- (a) la modifica dello statuto sociale vigente di Aquafil al fine di prevedere l'emissione di n. 4.904.962 azioni di categoria speciale a voto plurimo (le "Azioni B") da assegnare ad Aquafin Capital attraverso la conversione in Azioni B di pari numero di azioni ordinarie Aquafin di titolarità di Aquafin Capital;
- (b) la realizzazione da parte di Aquafil, Aquafin Capital e Aquafin Holding di una complessiva riorganizzazione societaria, da effettuarsi contestualmente con il *closing* dell'Operazione Rilevante e la stipula dell'Atto di Fusione, che comporterà in particolare (i) l'acquisto da parte di Aquafin Holding delle azioni detenute alla data del Progetto di Fusione da alcuni managers della Società (i "Managers") e la cessione da parte di Aquafin Capital agli stessi Managers di n. 914.943 azioni ordinarie Aquafil; (ii) l'acquisto da parte di Aquafin Capital della totalità delle azioni proprie detenute dai soci TH IV S.a., TH Fides Sarl e La Finanziaria Trentina S.p.A. e la contestuale cessione da parte di Aquafin Capital a TH IV S.a. di n. 1.738.568 azioni ordinarie Aquafil pari al 6,550% del capitale sociale; (iii) la fusione per incorporazione di Aquafin Capital in Aquafin Holding, ad esito della quale quest'ultima verrà a detenere le Azioni B.

Gli Amministratori riferiscono inoltre nelle loro Relazioni che, in linea con la prassi di mercato per operazioni analoghe, Aquafil Holding ha rilasciato a favore di Space3 dichiarazioni e garanzie tra l'altro relative ad Aquafil e alle sue società controllate, che si intendono vere e corrette alla data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro nonché alla data di stipula dell'atto di Fusione.

In data 15 giugno 2017 i Consigli di Amministrazione di Space3 e Aquafil hanno approvato il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori, pervenendo alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori riferiscono che Space3 darà attuazione alla Fusione mediante (i) annullamento delle azioni Aquafil detenute dagli azionisti di Aquafil alla data di efficacia della fusione, ivi incluse le azioni ordinarie Aquafil eventualmente detenute da Space3 ad esito dell'Acquisizione, e (ii) assegnazione ai titolari di azioni di Aquafil alla data di efficacia della Fusione diversi da Space3 di azioni ordinarie e Azioni B di nuova emissione rivenienti dall'aumento di capitale della Società Incorporante a servizio del Rapporto di Cambio.

Ai sensi dell'art. 127-*sexies* del D. Lgs. n. 58/1998, le Azioni B saranno concambiate esclusivamente con azioni di categoria speciale a voto plurimo, anch'esse denominate "Azioni B", aventi le caratteristiche indicate nell'articolo 5 dello Statuto post fusione, ivi compresa la stessa maggiorazione del diritto di voto attribuita dalle Azioni B della Società Incorporanda.

Pertanto, secondo quanto riferiscono gli Amministratori, l'aumento di capitale a servizio del Rapporto di Cambio avverrà in via scindibile ai sensi dell'art. 2439, comma 2, del Codice Civile per massimi nominali Euro 45.065.850,10, da eseguirsi entro il 28 febbraio 2018, mediante emissione di massime n. 45.000.103 azioni, di cui:

- (i) massime n. 36.684.083 azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di Space3, da assegnare in concambio alle azioni ordinarie Aquafil;
- (ii) massime n. 8.316.020 azioni di categoria speciale a voto plurimo e aventi le stesse caratteristiche delle Azioni B, ivi compresa la stessa maggiorazione del diritto di voto, che saranno assegnate esclusivamente al titolare di Azioni B in Aquafil. Al momento dell'efficacia della Fusione, per effetto della riorganizzazione societaria sopra richiamata, le n. 4.904.962 Azioni B saranno esclusivamente di titolarità di Aquafil Holding che, pertanto, risulterà assegnataria di n. 8.316.020 Azioni B di nuova emissione nell'ambito della Fusione.

Ai sensi dell'art. 8.2 dello statuto vigente di Space3, l'Operazione Rilevante deve essere sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria di Space3.

Dalle Relazioni emerge dunque che i titolari di azioni ordinarie di Space3 che non abbiano concorso alla delibera di approvazione della Fusione, ed in particolare alla modifica dell'oggetto sociale di Space3 e alla proroga della durata della società, potranno esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile a fronte della corresponsione di un valore di liquidazione delle azioni ordinarie determinato secondo i criteri di cui all'art. 7 dello statuto sociale e in conformità all'art. 2437-*ter* del Codice Civile. Detto valore di liquidazione è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di Space3 in data 15 giugno 2017 in Euro 10,739 per azione.

Nel contesto della sottoscrizione degli accordi volti a disciplinare termini e condizioni dell'Operazione Rilevante, in data 15 giugno 2017 Space3 e Quaestio Capital Management SGR S.p.A. ("Quaestio") hanno sottoscritto un accordo, ai sensi del quale Quaestio ha assunto un impegno di acquisto delle azioni ordinarie Space3 per le quali sarà eventualmente esercitato il diritto di recesso e che non saranno state collocate presso i soci ai sensi del procedimento di liquidazione di cui all'art. 2437-*quater*, commi da 1 a 3, del Codice Civile. In particolare, Quaestio si è impegnata ad acquistare azioni ordinarie Space3 oggetto dell'esercizio del diritto di recesso rimaste inoperte e non oggetto di prelazione da parte dei soci di Space3 fino a un controvalore massimo complessivo pari a Euro 20 milioni e per un prezzo per azione pari al valore di liquidazione unitario stabilito per il recesso.

Per effetto della Fusione la Società Incorporante subentrerà nei rapporti giuridici della Società Incorporanda a partire dalla data in cui la Fusione avrà efficacia giuridica. A fini civilistici, contabili e fiscali la Fusione sarà efficace a decorrere dalla data indicata nell'atto di Fusione, che potrà coincidere o essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni di cui all'art. 2504-bis del Codice Civile e non potrà in ogni caso essere antecedente alla data di inizio delle negoziazioni sul MTA delle azioni ordinarie e dei *Market Warrant* emessi da Space3 post Fusione.

L'esecuzione della complessiva Operazione Rilevante rimane comunque soggetta al mancato avveramento delle condizioni risolutive e all'avveramento delle condizioni sospensive espressamente richiamate dagli Amministratori nelle loro Relazioni.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di Space3 e di Aquafil idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle specifiche circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, identificati anche sulla base delle indicazioni del Consulente per quanto riguarda Space3, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Space3 e di Aquafil. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di Space3, con l'assistenza del Consulente dallo stesso incaricato, e dal Consiglio di Amministrazione di Aquafil.

4. 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:

- (i) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori di Space3 e di Aquafil, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 15 giugno 2017;
- (ii) la *Fairness Opinion* rilasciata a Space3 dal Consulente con il relativo materiale valutativo di supporto intitolato "*Valuation Materials – cd "Project Water" for the Board of Director of Space3 SpA*";
- (iii) il verbale dell'Assemblea Straordinaria di Space3 S.p.A. del 23 dicembre 2016 relativo alla Scissione di Space2 S.p.A. e favore di Space3 e l'emissione dei *Market Warrant* e degli *Sponsor Warrant* con relativi regolamenti;
- (iv) i verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società in data 15 giugno 2017;
- (v) i bilanci di Aquafil relativi agli esercizi al 31 dicembre 2014, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2016, nonché i bilanci consolidati del Gruppo alle stesse date completi delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.;
- (vi) il bilancio al 31 dicembre 2016 di Space3 corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione KPMG S.p.A., nonché il bilancio intermedio al 5 aprile 2017 corredato delle note illustrative redatte dal Consiglio di Amministrazione;

- (vii) l'Accordo Quadro stipulato fra Aquafil SpA, Aquafil Capital SpA , Aquafil Holding SpA e Space3 SpA e Space Holding Srl;
- (viii) l'accordo di compravendita di azioni provenienti da recesso di azionisti ordinari Space3 sottoscritto il 15 giugno 2017 fra Space3 e Quaestio;
- (ix) il *business plan* del Gruppo Aquafil riferito al periodo 2017-2019 (il "*Business Plan*");
- (x) la bozza di documento "*Project Water – Tax Due Diligence*" predisposto da KPMG per conto di Space3 e concernente le società del Gruppo Aquafil, limitatamente a quanto pertinente ai fini del presente parere di congruità;
- (xi) la bozza di documento "*Project Water – Due Diligence Report*" predisposto da KPMG per conto di Space3 e concernente le società del Gruppo Aquafil, limitatamente a quanto pertinente ai fini del presente parere di congruità;
- (xii) la bozza di documento "*Project Water – Legal Due Diligence Red Flag Report*" predisposto dallo Studio Giovannelli e Associati per conto di Space3 e concernente le società del Gruppo Aquafil, limitatamente a quanto pertinente ai fini del presente parere di congruità;
- (xiii) il documento "*Assess investment in a lending nylon fiber manufacturer*" predisposto dal *commercial advisor* Advancy Groupe S.a.r.l. per conto di Space3, limitatamente a quanto pertinente ai fini del presente parere di congruità;
- (xiv) il documento "*Environmental Due Diligence Assessment – Project Aquafil*" in data 1 giugno 2017 predisposto da ERM Italia S.p.A. per conto di Space Holding S.r.l., limitatamente a quanto pertinente ai fini del presente parere di congruità;
- (xv) andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ordinarie Space3 e dei *Market Warrant* dalla data di quotazione (5 aprile 2017) al 19 giugno 2017;
- (xvi) la documentazione e le informazioni rese disponibili dal revisore legale di Aquafil e riferite all'attività di revisione svolta sul bilancio consolidato e di esercizio di Aquafil al 31 dicembre 2016;
- (xvii) la documentazione e le informazioni rese disponibili dal revisore legale di Space3 e riferite all'attività di revisione svolta sul bilancio al 31 dicembre 2016;
- (xviii) lo statuto vigente della Società Incorporanda nonché lo statuto vigente e post Fusione della Società Incorporante;
- (xix) la comunicazione inviata al Consiglio di Amministrazione in data 15 giugno 2017 da parte del socio Space Holding S.r.l. avente ad oggetto la rinuncia al diritto di recesso con riferimento all'eventuale delibera di Fusione;
- (xx) la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, il parere del Collegio Sindacale e il parere redatto da KPMG ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile circa il valore di liquidazione delle azioni Space3 in seguito all'eventuale esercizio del diritto di recesso;
- (xxi) i comunicati stampa di Space3 relativi all'Operazione Rilevante;
- (xxii) i dettagli di calcolo, i dati e le informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- (xxiii) le ulteriori informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute necessarie per l'espletamento del nostro incarico.

Le Società partecipanti alla Fusione, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, 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.

enf

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle 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, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori delle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

5.1 Premessa

I Consigli di Amministrazione di Space3 e di Aquafil riferiscono di essere giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base di un'analisi, condotta utilizzando diversi criteri di valutazione, volta a valorizzare le due Società e, sulla base del valore unitario per azione di Aquafil e di Space3, calcolare un rapporto di proporzionalità tra il numero delle azioni di Aquafil detenute dai soci di Aquafil alla data di efficacia della Fusione - destinate a essere annullate per effetto della Fusione - e il numero delle azioni di nuova emissione di Space3 destinate ad essere assegnate in concambio ai soci di Aquafil a fronte di tale annullamento.

Il Consiglio di Amministrazione di Space3 precisa inoltre di avere chiesto al proprio Consulente di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Rapporto di Cambio di Fusione. Il Consulente ha rilasciato il parere richiesto, ritenendo che – sulla base delle assunzioni, considerazioni e qualificazioni espresse nel parere – alla data di tale parere il Rapporto di Cambio sia congruo, dal punto di vista finanziario, per Space3.

Le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi dell'art. 2501-*quater* cod. civ. sono costituite dai bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Aquafil e Space3. In particolare, per quanto riguarda Space3, la valutazione è stata elaborata tenendo altresì conto (a) della situazione patrimoniale *ad hoc* alla data del 5 aprile 2017, data di efficacia della Scissione; e (b) dei costi connessi alla realizzazione dell'Operazione Rilevante e delle altre spese sostenute da Space3 fino al *closing*.

Tenuto quindi conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale e internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna Società partecipante alla Fusione e in particolare dello status di veicolo di investimento di Space3, gli Amministratori hanno applicato, per la valutazione di Aquafil, il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF") ed il metodo dei Multipli di Mercato, mentre per la valutazione di Space3 è stato utilizzato il metodo del *Net Asset Value* ("NAV").

5.2. Metodo del "*Discounted Cash Flow*" - DCF utilizzato per la valutazione di Aquafil

Gli Amministratori riferiscono che il metodo del *Discounted Cash Flow* determina il valore di un'azienda in misura pari al valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda stessa dovrebbe generare in futuro. I flussi che sono utilizzati per la stima sono gli *Unlevered Free Cash Flows*, cioè i flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati di quanto concerne la gestione finanziaria e la gestione extra caratteristica al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali.

Dalle Relazioni emerge che i singoli flussi di cassa e il patrimonio residuale sono stati attualizzati in base ad un tasso rappresentativo del costo del capitale dell'azienda, calcolato come media ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo opportunità del capitale di rischio ("*Weighted Average Cost of Capital*" – WACC) calcolato con riferimento ad un tasso *risk free* del 2,7%, (compreso di un PRP for Italy 1,6%), un *equity risk premium* compreso fra 5,5% e 6,7% e un beta *unlevered* pari a 1,11. L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata dagli Amministratori con riferimento ad un arco temporale compreso tra la data di valutazione al 31 dicembre 2016 e l'anno 2019.

Il valore terminale di Aquafil è stato determinato dagli Amministratori applicando la metodologia del tasso di crescita perpetua al flusso di cassa stimato per il periodo 2019, assicurandosi peraltro che i multipli impliciti nel valore terminale fossero coerenti con le evidenze di mercato. Oltre a considerare il flusso di cassa terminale stimato dal *management*, a fini prudenziali gli Amministratori hanno altresì condotto un *downside case* applicando un *haircut* estremamente conservativo di Euro 5 milioni sul flusso di cassa terminale ai fini della normalizzazione.

Al risultato del procedimento di attualizzazione dei flussi, indicato come valore delle attività operative o *Enterprise Value* ("EV"), gli Amministratori hanno quindi (i) sottratto algebricamente il valore dell'indebitamento finanziario netto in essere alla data di riferimento della valutazione, che è stato rettificato per il dividendo che sarà deliberato da Aquafil e le fisiologiche dinamiche di capitale circolante il valore del patrimonio di pertinenza di terzi ed il valore di libro del fondo per trattamento di fine rapporto ai dipendenti, e (ii) sommato i valori delle partecipazioni non consolidate detenute da Aquafil, determinando così l'*Equity Value* dell'azienda. Nel caso di specie, si è applicato il metodo del DCF basandosi su un *Business Plan* di Aquafil per il periodo 2017 - 2019 sulla base di assunzioni economico-finanziarie elaborate dal *management* di Aquafil.

Sulla base delle suddette ipotesi, gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione per il 100% del capitale netto di Aquafil inclusa nell'intervallo tra Euro 394 ed Euro 561 milioni, nelle ipotesi di flusso di cassa terminale come da *Business Plan* di Aquafil, e tra Euro 357 ed Euro 512 milioni, nell'ipotesi di flusso di cassa terminale prudenzialmente rettificato in misura estremamente conservativa.

5.3 Metodo dei Multipli di Mercato utilizzato per la valutazione di Aquafil

Gli Amministratori nelle loro Relazioni riferiscono che, secondo il metodo dei multipli di mercato, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe o comparabili 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, secondo gli Amministratori risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società comparabili incluse nel campione di riferimento e la società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione con la società oggetto di valutazione. I titoli prescelti dovrebbero 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 Aquafil. Purtroppo, essi hanno costruito, con il supporto del Consulente, un campione di società quotate di dimensioni variabili di due categorie merceologiche (Operatori Chimici Specializzati e Operatori Floor Solutions /Fornitori di Fibre Specializzate) che, sebbene differiscano da Aquafil per tipologia di *business*, dimensioni e struttura, presentano caratteristiche tali da renderle almeno parzialmente comparabili.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che 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 sono stati selezionati quali multipli maggiormente significativi l'Enterprise Value (EV)/ EBITDA e il Price/ Earnings (P/E).

Dalla Relazioni emerge che gli Amministratori hanno così individuato gli intervalli di valutazione in cui il limite inferiore è costituito dalla mediana dei multipli degli Operatori Chimici Specializzati, mentre il limite superiore dalla mediana dei multipli degli Operatori Floor Solutions / Fornitori di Fibre Specializzate.

I moltiplicatori utilizzati per la valutazione di Aquafil individuati dagli Amministratori sono pertanto risultati i seguenti:

- EV/EBITDA 2017: 7,9 (sette virgola nove) – 9,4 (nove virgola quattro)
- P/E 2017: 15,8 (quindici virgola otto) – 18,3 (diciotto virgola tre).

I moltiplicatori EV/EBITDA e P/E sono stati applicati dagli Amministratori rispettivamente all'EBITDA e al *Net Income* prospettici di Aquafil.

Per quanto riguarda l'EV/EBITDA, all'EV risultante gli Amministratori hanno in seguito (i) sottratto algebricamente il valore dell'Indebitamento Finanziario Netto dell'azienda, rettificato dal dividendo che sarà deliberato da Aquafil, dalle fisiologiche dinamiche di capitale circolante, dal valore del patrimonio di pertinenza di terzi e dal valore di libro del fondo per trattamento di fine rapporto ai dipendenti e (ii) sommato i valori delle partecipazioni non consolidate detenute da Aquafil, determinando così l'*Equity Value* dell'azienda.

Sulla base delle suddette ipotesi, gli Amministratori sono pervenuti a una valutazione per il 100% del capitale netto di Aquafil inclusa nei seguenti intervalli:

- EV/EBITDA 2017: Euro 381-488 milioni
- P/E 2017: Euro 387-448 milioni.

5.4 Metodo del *Net Asset Value* utilizzato per la valutazione di Space3

Ai fini della Fusione, gli Amministratori hanno ritenuto di attribuire a Space3 un valore patrimoniale calcolato sulla base delle assunzioni e in applicazione dei criteri di seguito descritti.

Space3 è un veicolo di investimento quotato sul MIV che, per effetto dell'assegnazione di una porzione del patrimonio netto di Space2 nell'ambito della Scissione, ha raccolto le risorse necessarie per ricercare e selezionare una società *target* con cui effettuare un'operazione di aggregazione.

A fini valutativi, poiché attualmente il principale *asset* di Space3 è costituito dalla rilevante liquidità ottenuta a seguito della Scissione, gli Amministratori hanno scelto di utilizzare come principale metodo di valutazione il metodo patrimoniale, ovvero il metodo del *Net Asset Value* ("NAV").

Il metodo del *Net Asset Value* è un metodo patrimoniale semplice e determina il valore del capitale di Space3 in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della Società disgiuntamente considerate. Secondo quanto riportato nelle Relazioni, per "*valore equo*" si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili.

Ai fini del calcolo del NAV, gli Amministratori riferiscono di avere considerato le seguenti poste patrimoniali di Space3:

- a) il patrimonio netto al 5 aprile 2017, rettificato per i costi connessi alle obbligazioni contrattuali verso i vari consulenti che hanno assistito Space3 nell'Operazione Rilevante;
- b) il beneficio fiscale che Aquafil trarrebbe dalla Fusione grazie (i) ai costi deducibili sostenuti da Space3 e (ii) all'applicazione dell'agevolazione relativa alla disciplina in materia di Aiuto alla Crescita Economica ("ACE").

Relativamente al punto (a), dalle Relazioni emerge che il patrimonio netto di Space3 al 5 aprile 2017 avrà necessariamente un valore variabile a seconda della consistenza delle disponibilità liquide il cui importo varierà in dipendenza dell'esercizio del diritto di recesso (e, in particolare, dell'importo dell'esborso che Space3 dovrà eventualmente sostenere per acquistare le azioni ordinarie Space3 oggetto dell'esercizio del diritto di recesso non acquistate dai soci di Space3 ai sensi dell'art. 2437-*quater*, commi da 1 a 3, del Codice Civile o da Quaestio. Relativamente al punto (b), a fini prudenziali il beneficio fiscale è stato stimato dagli Amministratori in due differenti scenari di valorizzazione della componente ACE: (i) un caso base, con beneficio fiscale ACE riconosciuto su un patrimonio netto più elevato; (ii) un caso conservativo, a fini prettamente prudenziali, con beneficio fiscale ACE riconosciuto su un patrimonio netto inferiore.

Il tasso utilizzato dagli Amministratori per attualizzare i benefici fiscali futuri è stato posto pari a quello considerato da Space3 nella valutazione di Aquafil.

Dalle predette considerazioni sulla valutazione effettuata dagli Amministratori emergono i valori di cui al successivo paragrafo 7.2

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Gli Amministratori di Space3 e di Aquafil hanno evidenziato nelle loro Relazioni di aver incontrato le seguenti principali difficoltà nell'ambito delle valutazioni effettuate al fine della determinazione del Rapporto di Cambio:

- (i) le quotazioni delle azioni Space3 sul mercato MIV – segmento professionale SIV si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato; in considerazione di ciò, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno non utilizzare i prezzi espressi da questi scambi quale riferimento per la valutazione delle azioni in sede di determinazione del Rapporto di Cambio;
- (ii) la valutazione di Aquafil è basata non solo sui dati economici consuntivi relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, ma anche su dati economici prospettici utilizzati per l'applicazione del metodo DCF e del metodo dei moltiplicatori e che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza; eventuali scostamenti che si manifestassero nei prossimi esercizi tra i risultati previsti e quelli effettivi potrebbero avere effetti anche significativi sulle stime proposte;
- (iii) il metodo del *Discounted Cash Flow* è nel caso di specie stato applicato dagli Amministratori a tre soli esercizi per i quali il *management* di Aquafil ha esplicitato delle proiezioni. Pertanto il valore risultante da tale metodologia è molto sensibile alle assunzioni valutative atte a determinare il valore terminale oltre l'orizzonte di piano (circa l'85% del valore espresso dal metodo in essere);

- (iv) i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di Aquafil sono stati calcolati dagli Amministratori sulla base dei prezzi di mercato dei titoli delle società quotate maggiormente comparabili con Aquafil; tuttavia le società del campione proposto presentano comunque differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale, la struttura del capitale e soprattutto la tipologia di business operato, rispetto ad Aquafil.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1 Determinazione del valore unitario delle azioni Aquafil

Sulla base dei criteri indicati ai precedenti punti 5.2 e 5.3, nonché del processo negoziale, gli Amministratori hanno attribuito al 100% del capitale economico di Aquafil un valore pari a Euro 450.001.030,60, che risulta compreso in pressoché tutti gli intervalli di valore indicati ai precedenti paragrafi 5.2 e 5.3.

Gli Amministratori hanno quindi calcolato il valore unitario per azione Aquafil, dividendo il valore complessivo di Aquafil, pari a Euro 450.001.030, per il numero totale di azioni ordinarie Aquafil, pari a 26.542.000.

Sulla base del suddetto calcolo e dei criteri sopra illustrati, il valore unitario delle azioni Aquafil ai fini della Fusione è stato dunque determinato dagli Amministratori come pari a **Euro 16,9543**.

7.2 Determinazione del valore unitario delle azioni Space3

Gli Amministratori hanno calcolato il valore unitario per azione Space3 dividendo il valore patrimoniale complessivo di Space3 per un numero di azioni determinato sommando: (i) le azioni ordinarie Space3 in circolazione; (ii) il numero di azioni ordinarie Space3 rivenienti dalla conversione della prima *tranche* di Azioni Speciali (pari al 35% del numero complessivo di Azioni Speciali alla data di efficacia della Fusione); (iii) le Azioni Speciali ancora in circolazione, ovvero non ancora convertite in azioni ordinarie Space3 ai sensi dell'art. 5 dello statuto.

Secondo quanto riferito nelle Relazioni, tale calcolo presuppone che alle azioni ordinarie Space3 e alle Azioni Speciali sia attribuito lo stesso valore unitario ai fini della Fusione, sulla base delle seguenti valutazioni.

Per le Azioni Speciali, gli Amministratori hanno considerato che queste sono prive del diritto al dividendo e del diritto di voto; tuttavia, esse incorporano un'opzione di conversione in azioni ordinarie Space3 a titolo gratuito e con un moltiplicatore al raggiungimento di determinate soglie. Sulla base di questi elementi, il valore attribuibile alle Azioni Speciali è stato stimato dagli Amministratori come pari a quello delle azioni ordinarie Space3.

Sulla base della metodologia sopra descritta, gli Amministratori hanno determinato un valore unitario per azione Space3 compreso tra Euro 9,42 e Euro 9,65.

I Consigli di Amministrazione riferiscono inoltre di avere preso atto che il prezzo medio delle azioni Space3 a partire dalla data di efficacia della Scissione e fino al 14 giugno 2017 era pari a Euro 10,739.

Gli Amministratori riferiscono conclusivamente di avere individuato, sulla base delle suddette negoziazioni, il valore unitario delle azioni Space3 (sia azioni ordinarie sia Azioni Speciali) come pari a **Euro 10,00**.

7.3 Determinazione del Rapporto di Cambio

Sulla base delle metodologie descritte, in data 15 giugno 2017 il Consiglio di Amministrazione di Space3 e il Consiglio di Amministrazione di Aquafil hanno approvato il seguente Rapporto di Cambio tra le azioni di Space3 e Aquafil:

**per ogni azione di Aquafil S.p.A.
n. 1,69543 azioni di Space3 S.p.A. di nuova emissione.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

8. LAVORO SVOLTO

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata, abbiamo:

- effettuato colloqui con le Direzioni delle Società e con le rispettive società di revisione, al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione dei rispettivi bilanci chiusi al 31 dicembre 2016 ed i fatti salienti concernenti la redazione degli stessi. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione KPMG S.p.A. circa l'attività di revisione contabile da questa svolta sul bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016 di Space3;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. circa l'attività di revisione contabile da questa svolta sul bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2016 di Aquafil;
- svolto una lettura critica:
 - i) del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
 - ii) delle Relazioni e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- discusso con la Direzione di Aquafil, ferme restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, i criteri utilizzati per la redazione del *Business Plan*;
- discusso con la Direzione della Società Incorporanda il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di Aquafil determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione dei metodi del DCF e dei multipli di mercato;
- discusso con la Direzione della Società Incorporante il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di Space3 determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo del *Net Asset Value*;
- preso visione del provvedimento del Tribunale di Milano di nomina di PKF Italia S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501 - *sexies* del Codice Civile;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di Space3 e di Aquafil del 15 giugno 2017;



- esaminato la relazione del Consiglio di Amministrazione di Space3 sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti predisposta ai sensi degli artt. 2437 e 2437 - *ter* del Codice Civile, nonché il parere del collegio sindacale e della società di revisione;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di Space3 e di Aquafil, nonché lo statuto post-Fusione;
- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificata con esame critico, l'analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di Aquafil, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo del Rapporto di Cambio;
- analizzato il parere (*fairness opinion*) emesso dal Consulente con riferimento al Rapporto di Cambio, anche tramite colloqui con lo stesso;
- esaminato i comunicati stampa resi al mercato da Space3 nell'ambito della Fusione;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2016, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi, si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi ma comunque tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del

Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere assunte per finalità diverse.

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Fusione e descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

- Le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.
- I metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di realtà operanti nei rispettivi settori di riferimento. Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Nel caso di specie, la stima dei valori relativi delle singole Società è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi per la Società Incorporante e per la Società Incorporata. Al riguardo, il principio dell'omogeneità dei criteri di valutazione per le società coinvolte nella fusione non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi valutativi identici per tutte le entità interessate dalla fusione, in particolare se dotate di caratteristiche diverse e di operatività differenziate, quanto piuttosto l'adozione di criteri e metodi che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del rapporto di cambio. La ragionevolezza e non arbitrarietà dell'approccio adottato dagli Amministratori risulta altresì confermata dalla prassi di recenti operazioni similari che hanno interessato SPAC.
- La Società Incorporata è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a due metodi, il *Discounted Cash Flow* (DCF) e il metodo dei moltiplicatori di mercato, ai quali è stata attribuita eguale rilevanza, secondo un approccio che appare ragionevole e che non ha comportato né la necessità di individuazione di criteri di importanza relativa, né l'utilizzo di metodi di controllo. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione viene descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, motivate e ragionevoli. Inoltre, le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui gli Amministratori hanno fatto ricorso risultano, ad oggi, quelle più diffusamente applicate in considerazione della solidità e coerenza dei principi teorici di base.

- Il metodo DCF utilizzato per la valutazione di Aquafil risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, che consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche della stessa. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo del DCF nella sua versione *Unlevered* è nella fattispecie ragionevole, in quanto consente di valorizzare i flussi monetari netti della gestione caratteristica, al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali. Gli Amministratori delle Società hanno inoltre sviluppato, quale analisi di sensitività volte a verificare eventuali variazioni dei valori ottenuti attraverso la metodologia DCF, uno scenario conservativo (*downside case*) che ha visto l'applicazione di un decremento di Euro 5 milioni del flusso di cassa terminale. Anche sotto tale profilo, l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori appare ragionevole e non arbitrario.
- La metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori di entrambe le Società per la valutazione di Aquafil, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuti maggiormente significativi, i multipli EV/EBITDA e P/E. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dal Consulente, appaiono ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina.
- Lo sviluppo delle due metodologie sopra richiamate ha portato gli Amministratori alla individuazione degli intervalli di valore per il 100% del capitale economico di Aquafil indicati al precedente par. 5. La scelta del posizionamento finale all'interno degli intervalli sopra richiamati deve essere complessivamente collocata nel contesto negoziale dell'operazione e appare ragionevole e non arbitraria, tenuto conto che la valutazione del capitale economico di Aquafil in complessivi Euro 450 milioni condivisa tra i Consigli di Amministrazione si colloca all'interno di pressoché tutti gli intervalli di valore rivenienti dall'applicazione delle metodologie prescelte.
- Con riferimento a Space3 è stato sviluppato dagli Amministratori il metodo del *Net Asset Value* o metodo patrimoniale semplice. Tale metodologia, come anche indicato dalla dottrina aziendalistica, appare idonea ad esprimere il valore di aziende prive di attività produttive. Nella fattispecie, il metodo patrimoniale risulta ad oggi idoneo ad esprimere il valore economico di Space3, in quanto la Società Incorporante si caratterizza allo stato per l'assenza di un concreto *business* aziendale, essendo l'attività limitata alla gestione della liquidità/risorse finanziarie raccolta/e sul mercato finanziario in vista di investimenti in società operative. Ai fini del calcolo del NAV gli Amministratori hanno considerato il patrimonio netto di Space3 al 5 aprile 2017, data di efficacia della Scissione, rettificato per tenere conto dei costi dell'operazione e del beneficio fiscale che Aquafil trarrebbe dalla Fusione grazie (i) ai costi deducibili sostenuti da Space3 e (ii) all'applicazione dell'agevolazione relativa alla disciplina in materia di Aiuto alla Crescita Economica (ACE), che è stata stimata dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla

Fusione in due differenti scenari (base e conservativo). Alla luce di tali considerazioni e delle motivazioni fornite al riguardo dagli Amministratori, tale scelta appare nelle circostanze ragionevole e risulta confermata anche dalla prassi riscontrabile sul mercato in recenti operazioni similari.

- I Consigli di Amministrazione hanno altresì tenuto conto, ai fini della valutazione delle azioni di Space3 in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, che il prezzo espresso dagli scambi delle azioni Space3 sul MIV, a livello di media ponderata dalla data di efficacia della Scissione (5 aprile 2017) al 14 giugno 2017, pari a Euro 10,739, risulta superiore all'intervallo di valori riveniente dal metodo del NAV nei due scenari sviluppati dagli Amministratori (Euro 9,42 – 9,65). Al riguardo, tenuto anche conto della componente negoziale che ha caratterizzato il processo e di cui danno atto gli Amministratori nelle loro Relazioni, la scelta degli Amministratori di individuare in Euro 10 il valore unitario dell'azione Space3 appare, nelle circostanze, accettabile e coerente con le limitate negoziazioni del titolo Space3 richiamate nelle Relazioni.
- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione delle metodologie utilizzate confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- Gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, hanno tenuto in considerazione la presenza di differenti categorie di azioni rappresentanti il capitale sociale di Space3, e precisamente di azioni ordinarie e di Azioni Speciali. In particolare, gli Amministratori hanno considerato che le Azioni Speciali, prive del diritto al dividendo e del diritto di voto, incorporano tuttavia un'opzione di conversione in azioni ordinarie a titolo gratuito, con un moltiplicatore al raggiungimento di determinate soglie. Sulla base di questi elementi, e tenuto conto del fatto che la valutazione di Space3 è sviluppata secondo una logica di tipo patrimoniale, il Consiglio di Amministrazione ha stimato il valore attribuibile alle Azioni Speciali pari a quello delle azioni ordinarie. Alla luce delle motivazioni espresse, l'approccio seguito dagli Amministratori, come sopra illustrato, appare coerente con la prassi riscontrata sul mercato in altre operazioni similari concernenti SPAC e dunque, nelle circostanze, accettabile.
- Con riferimento al numero di azioni da considerare per la determinazione del valore unitario dell'azione Space3, gli Amministratori hanno tenuto conto che una prima *tranche* delle Azioni Speciali pari al 35% del loro numero complessivo, e così per n. 140.000 Azioni Speciali, si convertirà automaticamente in azioni ordinarie alla data di efficacia della Fusione. Ai fini dell'individuazione del numero di azioni per il calcolo del valore unitario dell'azione Space3, gli Amministratori hanno quindi già considerato le n. 630.000 azioni ordinarie che saranno emesse per effetto di detta conversione automatica. Gli Amministratori non hanno viceversa tenuto conto dei potenziali effetti diluitivi rivenienti dalla conversione delle restanti 260.000 Azioni Speciali, così come dell'eventuale esercizio dei *Market Warrant* e degli *Sponsor Warrant*. Tale scelta, ancorché non espressamente motivata nell'ambito delle rispettive Relazioni, appare in linea con la prassi riscontrata sul mercato in altre operazioni similari concernenti SPAC e, nelle circostanze, ragionevole, in quanto dette conversioni risulterebbero soggette ad eventi futuri (e in particolare all'andamento borsistico del titolo di Space3 post Fusione) i cui effetti ad oggi non sono né certi, né quantificabili.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue.
- Le valutazioni effettuate dagli Amministratori attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal *Business Plan*, peraltro, come già ricordato dagli Amministratori, con un orizzonte temporale limitato al triennio 2017-2019. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini delle loro elaborazioni contengono, per loro natura, elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi ed i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
 - Le valutazioni basate su metodi che utilizzano parametri di mercato, come il metodo dei moltiplicatori di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. In particolare, l'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha recentemente evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione. Inoltre, le società del campione selezionato, in considerazione dei limiti riscontrati dagli Amministratori nell'individuare un campione di società comparabili con le medesime caratteristiche, presentano differenze, talvolta significative, in termini di tipologia di *business*, dimensioni e struttura rispetto a Aquafil.
 - Come sopra evidenziato al par. 9, i Consigli di Amministrazione hanno nella fattispecie utilizzato metodi di valutazione differenti in relazione alle due Società (NAV per Space3, DCF e multipli di mercato per Aquafil). A tale proposito, è opportuno ricordare che il principio dell'omogeneità valutativa nelle operazioni di fusione non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle Società debbano adottare i medesimi criteri valutativi, laddove ciò risulti opportuno in considerazione delle differenti caratteristiche delle società interessate, come qui riscontrato dagli Amministratori.
 - Le Società predispongono i rispettivi bilanci secondo principi contabili differenti, internazionali per Space3 e nazionali per Aquafil. Gli Amministratori hanno tenuto conto di tale circostanza nello sviluppo delle metodologie prescelte ai fini della valutazione delle Società, considerando gli effetti peraltro non significativi, dell'adeguamento di Aquafil ai principi internazionali, come riportato nell'Accordo Quadro del 15 giugno 2017.
- (ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti.



- La Fusione coinvolge soggetti indipendenti e la determinazione del Rapporto di Cambio è frutto, pertanto, di un processo negoziale tra gli organi amministrativi delle Società interessate, le cui intese sono state disciplinate nell'ambito dell'Accordo Quadro.
- Per completezza informativa si ricorda che il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee Straordinarie rispettivamente di Space3 e di Aquafil, al verificarsi di una serie di condizioni sospensive e risolutive espressamente indicate dagli Amministratori nelle loro Relazioni.
- Esula dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riguardo alla struttura dell'Operazione Rilevante, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione Rilevante stessa, così come valutazioni circa le intese cui sono pervenuti, anche al loro interno, i soci delle due Società interessate dalla Fusione, in particolare in relazione alla riorganizzazione della catena di controllo di Aquafil.
- Dalle Relazioni degli Amministratori emerge che il valore per azione di Space3 individuato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, pari a Euro 10,00, diverge dal valore per azione della medesima Space3 determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante a fini dell'esercizio del diritto di recesso, pari a Euro 10,739, così come descritto nelle Relazioni medesime. Il valore di liquidazione delle azioni ai fini dell'esercizio del diritto di recesso è stato determinato dagli Amministratori di Space3 ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile ed è stato oggetto dei pareri del Collegio Sindacale e dalla società di revisione di Space3, fermo l'impegno di Questio all'acquisto delle azioni per le quali sarà eventualmente esercitato il diritto di recesso, come richiamato dagli Amministratori nelle loro Relazioni.
- Il *Business Plan* di Aquafil, peraltro triennale, non è stato formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione di detta società. Fermo restando che una formale approvazione dello stesso sarebbe risultata senz'altro più in linea con quanto usualmente accade, nelle circostanze si è tenuto conto del fatto che detto *Business Plan* risulta comunque espressamente richiamato sia nel Progetto di Fusione, sia nell'ambito delle Relazioni, e le relative proiezioni economico-finanziarie sono state utilizzate dagli Amministratori per lo sviluppo delle metodologie valutative prescelte e indicate al precedente paragrafo 5.
- Gli Amministratori riferiscono che Space Holding, TH IV e i *Managers* hanno sottoscritto un patto parasociale in base al quale gli stessi si sono impegnati a non trasferire le partecipazioni rispettivamente detenute in Space3 post Fusione per la durata di 18 mesi, quanto a Aquafil Holding e i *Managers*, e di 9 mesi, quanto a TH IV, dalla data di efficacia della Fusione. Dalle Relazioni emerge altresì che Questio ha assunto un impegno di *lock up* fino al 28 febbraio 2018 avente ad oggetto l'intera partecipazione che sarà dal medesimo detenuta in Space3 post Fusione. Inoltre, Space3 e Space Holding, nel contesto del processo di quotazione, hanno sottoscritto un impegno di *lock-up* di Space Holding nei confronti di Space 3 con riferimento alle azioni ordinarie Space3 rivenienti dalla conversione delle Azioni Speciali, nei seguenti termini: (i) con riferimento alle azioni ordinarie Space3 rivenienti dalla conversione delle Azioni Speciali per effetto del completamento dell'operazione, l'impegno di *lock-up* avrà una durata pari a 12 mesi dalla data di efficacia della Fusione; e (ii) con riferimento alle azioni ordinarie Space3 rivenienti dalla conversione delle Azioni Speciali al verificarsi degli altri eventi indicati nello



statuto di Space3, l'impegno di *lock-up* avrà una durata pari a 6 mesi decorrenti dalla relativa conversione, fermo restando che qualora la conversione si verifichi nei 12 mesi successivi alla data di efficacia della Fusione, l'impegno di *lock-up* si intenderà assunto fino alla data successiva nel tempo tra 12 mesi dalla data di efficacia della Fusione e 6 mesi dalla conversione.

- Come segnalato al precedente par. 9, gli Amministratori non hanno tenuto conto dei potenziali effetti diluitivi rivenienti dalla conversione delle restanti 260.000 Azioni Speciali, così come dell'eventuale esercizio dei *Market Warrant* e degli *Sponsor Warrant*: ciò in quanto le relative conversioni, che comporteranno in futuro, successivamente al perfezionamento dell'Operazione Rilevante, l'emissione di nuove azioni con i moltiplicatori previsti al raggiungimento di specifici parametri già ricordati dagli Amministratori nelle loro Relazioni, dipenderanno dall'andamento borsistico del titolo di Space3 post Fusione, i cui effetti ad oggi non sono né certi, né quantificabili. Per completezza informativa, si segnala che, alla data del presente parere, le quotazioni del titolo Space3 risultano essere superiori ai valori fissati per la conversione di alcune *tranche* di Azioni Speciali e per l'esercizio dei *Market Warrant*.
- Con riferimento ad Aquafil, gli Amministratori hanno determinato il valore unitario dell'azione ai fini del Rapporto di Cambio considerando le n. 26.542.000 azioni ordinarie attualmente in circolazione. Come segnalato dagli Amministratori nelle loro Relazioni, peraltro, il 15 giugno 2017 gli Amministratori di Aquafil hanno deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria di Aquafil la modifica dell'attuale statuto sociale, al fine di prevedere la conversione di n. 4.904.962 azioni ordinarie in Azioni B a voto plurimo, ciascuna delle quali darà diritto a tre voti esercitabili nelle assemblee straordinarie e ordinarie di Aquafil. Dette Azioni B saranno assegnate ad Aquafin Capital e, a seguito della riorganizzazione societaria, risulteranno di titolarità di Aquafin Holding. Al momento dell'efficacia della Fusione, pertanto, il capitale sociale di Aquafil, fermo il numero complessivo delle azioni in circolazione (n. 26.542.000 azioni), sarà suddiviso in 21.637.038 azioni ordinarie e n. 4.904.962 Azioni B a voto plurimo. Sotto il profilo dell'allocazione interna del valore complessivo del capitale economico di Aquafil tra le singole azioni, al fine della determinazione del loro valore unitario, gli Amministratori hanno in sostanza assunto l'omogeneità di valore attribuibile alle azioni ordinarie e alle Azioni B. Le n. 4.904.962 Azioni B di Aquafil saranno concambiate con n. 8.316.020 Azioni B di Space3 post Fusione, aventi le medesime caratteristiche delle Azioni B di Aquafil, in applicazione del Rapporto di Cambio. Si tratta in ogni caso di un aspetto che, al pari di quanto riscontrabile per Space3 con le Azioni Speciali, appare rilevare con riferimento alla distribuzione interna del valore tra i soci di Aquafil, anche in relazione agli accordi tra loro intervenuti, e che non risulta avere riflessi ai fini del Rapporto di Cambio oggetto del presente parere.



11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Space3 S.p.A. e di Aquafil S.p.A. siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a n. 1,69543 azioni di Space3 S.p.A. di nuova emissione per ogni azione di Aquafil S.p.A..

Milano, 26 giugno 2017

PKF Italia S.p.A.



Michele Riva
(Socio)