

FUSIONE PER INCORPORAZIONE

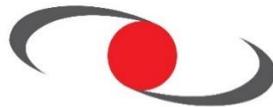
di

ALP.I S.p.A.

ALPI

in

Antares Vision S.r.l. a seguito della sua trasformazione in “società per azioni”



ANTARESVISION

**RELAZIONE *EX* ART. 2501-*SEXIES* C.C.
SUL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI**

INDICE

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico	4
2. L'Operazione Rilevante	6
2.1 ALP.I.....	6
2.1.1 Le Azioni Ordinarie.....	6
2.1.2 Le Azioni Speciali	6
2.1.3 I Warrant	8
2.1.5 La politica di investimento	9
2.1.6 La società <i>target</i>	10
2.1.7 Il diritto di recesso	10
2.2 ANTARES.....	11
2.2.1 Il capitale sociale	11
2.2.2 L'attività svolta	12
2.2.3 Il Gruppo	12
2.2.4 I punti di forza.....	13
2.3 Modalità di svolgimento dell'Operazione Rilevante.....	14
2.3.1 L'Accordo Quadro	14
2.3.3 Le previste deliberazioni di ANTARES.....	16
2.4 Condizioni risolutive e sospensive	17
2.5 Progetto di Fusione	18
3. Documentazione utilizzata	20
4. Metodologia di valutazione adottata dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio	23
4.1 Aspetti generali.....	23
4.2 Valutazione di ALP.I.....	23
4.3 Valutazione di ANTARES	24
4.4 <i>Sensitivity Analysis</i> sulla Valutazione di ANTARES.....	26
5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori	28
5.1 Elementi di difficoltà riscontrati in riferimento alla valutazione di ALP.I	28
5.2 Elementi di difficoltà riscontrati in riferimento alla valutazione di ANRATES.....	28
6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni	29
7. Lavoro svolto	35
7.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata	35
7.2 Lavoro svolto in riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio	35

8. Commenti in merito all’adeguatezza dei metodi utilizzati ed alla validità delle stime prodotte dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio	37
9. Limiti specifici incontrati ed eventuali altri aspetti di rilievo incontrati nell’espletamento del presente Incarico	40
9.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi in capo agli Amministratori di ALP.I	41
9.2 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi in capo agli Amministratori di ANTARES.....	42
10. Conclusioni.....	44

Agli Azionisti di
ALP.I S.p.A.
Via Manfredo Camperio n. 9
MILANO

Ai Soci di
ANTARES VISION S.r.l.
Via del Ferro n. 16
TRAVAGLIATO (BS)

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione della società ALP.I S.p.A. iscritta nel Registro delle Imprese di Milano al n. 10128650966 (“**ALP.I**” o “**Società Incorporanda**”) in ANTARES VISION S.r.l. iscritta nel Registro delle Imprese di Brescia al n. 02890871201 (“**ANTARES**” o “**Società Incorporante**”), su istanza congiunta di entrambe le società, il Tribunale di Brescia, con decreto depositato in cancelleria in data 30 novembre 2018, ha nominato il sottoscritto Fabrizio Felter, dottore commercialista, revisore contabile iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia al n° 913/A, iscritto nel Registro dei Revisori Contabili con D.M. del 12 aprile 1995, G.U. n. 31 bis del 21 aprile 1995, al n° 23020, con studio in Brescia, Piazza Vittoria n° 9, esperto comune per la redazione della Relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporanda con le azioni della Società Incorporante (“**Rapporto di Cambio**”) ai sensi dell’art. 2501-*sexies* C.C.

Ai fini del presente incarico, il sottoscritto ha ricevuto dalle Società il Progetto di Fusione per incorporazione di ALP.I in ANTARES (“**Progetto di Fusione**”) approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 18 dicembre 2018, corredato dalle apposite relazioni dei Consigli di Amministrazione (“**Relazioni degli Amministratori**”) che illustrano e giustificano, ai sensi dell’art. 2501-*quinquies* C.C., l’operazione di fusione per incorporazione e, in particolare, il Rapporto di Cambio, nonché le situazioni patrimoniali previste dall’art. 2501-*quater* C.C. al 30 settembre 2018 di ALP.I e di ANTARES, approvate dai Consigli di Amministrazione rispettivamente in data 14 novembre 2018 e in data 9 novembre 2018.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all’approvazione dell’Assemblea Straordinaria dei Soci di ALP.I e dall’Assemblea dei soci di ANTARES, che verranno convocate al fine di assumere le deliberazioni di cui all’art. 2502 C.C.

Con l’approvazione del Progetto di Fusione, l’Assemblea di ANTARES sarà anche chiamata a deliberare, *inter alia*, la trasformazione in società per azioni e la quotazione su AIM Italia.

Al fine di fornire agli azionisti di ALP.I e ai soci di ANTARES idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la

presente Relazione illustra i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società per la sua determinazione, le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate e contiene la valutazione del sottoscritto sull'adeguatezza di tali metodi, sotto il profilo della 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 ALP.I e di ANTARES, il sottoscritto non ha effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata Fusione.

Tali valutazioni, infatti, sono state eseguite esclusivamente dagli Amministratori delle due Società partecipanti alla Fusione.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di ALP.I e di ANTARES al fine di addivenire alla determinazione del Rapporto di Cambio e, pertanto:

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

Le conclusioni emerse dal lavoro svolto, esposte nella presente Relazione, sono basate sull'insieme delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; conseguentemente, nessuna parte del presente documento potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

La presente Relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-*sexies* C.C. e nell'ambito della prospettata operazione di Fusione.

2. L’Operazione Rilevante

L’Operazione Rilevante ha per oggetto, *inter alia*, la Fusione per incorporazione di ALP.I in ANTARES (“Operazione Rilevante”), ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501 e ss. C.C., fatta eccezione per l’art. 2501-bis C.C. in tema di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, non ricorrendone i presupposti.

2.1 ALP.I

ALP.I è una società d’investimento (c.d. “*special purpose acquisition company*” o, in breve, SPAC), di diritto italiano, costituita nella forma di società per azioni in data 4 dicembre 2017, le cui azioni ordinarie e warrant sono ammessi alle negoziazioni su AIM Italia a partire dall’1 febbraio 2018.

Il capitale sociale sottoscritto e interamente versato, pari a Euro 10.345.000,00, è suddiviso in n. 10.000.000 Azioni Ordinarie e n. 300.000 Azioni Speciali, senza indicazione del valore nominale e sottoposte al regime di dematerializzazione.

2.1.1 Le Azioni Ordinarie

Le n. 10.000.000 Azioni Ordinarie sono nominative, indivisibili, liberamente trasferibili e conferiscono ai loro titolari uguali diritti. In particolare, ogni Azione Ordinaria attribuisce il diritto ad 1 voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della società nonché gli altri diritti patrimoniali e amministrativi ai sensi del relativo statuto e di legge (“Azioni Ordinarie ALP.I”).

2.1.2 Le Azioni Speciali

Le n. 300.000 Azioni Speciali, emesse per un controvalore complessivo di Euro 3.000.000,00, non sono negoziate su AIM Italia (“Azioni Speciali ALP.I”).

Le Azioni Speciali ALP.I attribuiscono gli stessi diritti delle Azioni Ordinarie ALP.I fatta eccezione esclusivamente per quanto segue: (a) sono dotate, previa delibera dell’assemblea speciale dei titolari di Azioni Speciali ALP.I, del diritto di presentare proposte sulla nomina dei componenti degli organi sociali della Società entro 3 giorni antecedenti all’assemblea ordinaria convocata a tal fine; (b) sono prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della Società; (c) sono escluse dal diritto di percepire gli utili di cui la Società deliberi la distribuzione a titolo di dividendo ordinario, mentre attribuiscono ai loro titolari il diritto alla distribuzione di riserve disponibili; (d) sono intrasferibili per il periodo massimo di durata della Società, in ogni caso, per un periodo massimo di 5 (cinque) anni, fatti salvi i trasferimenti: (i) *mortis causa*; (ii) a favore di società direttamente e/o indirettamente controllate dal titolare di Azioni Speciali ALP.I ai sensi dell’articolo 2359, comma 1, n. 1 e n. 2, C.C. ovvero dello IAS 27; (iii) aventi ad oggetto, per ciascun socio, una percentuale non eccedente il 20% delle Azioni Speciali ALP.I di cui gli stessi siano tempo per tempo titolari e, in ogni caso, non eccedente – in aggregato – il 20% delle Azioni Speciali ALP.I in circolazione; o (iv) espressamente autorizzati dall’assemblea degli azionisti in sede di approvazione dell’Operazione Rilevante; e (e) in caso di scioglimento della Società, attribuiscono ai loro titolari il diritto a veder liquidata la propria quota di attivo di liquidazione in via postergata rispetto ai titolari delle Azioni

Ordinarie ALP.I.

Le Azioni Speciali ALP.I sono convertite automaticamente in Azioni Ordinarie ALP.I, nel rapporto di conversione di n. 6 Azioni Ordinarie ALP.I per ogni Azione Speciale ALP.I, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale, fermo restando che tale conversione comporterà una riduzione del valore della parità contabile implicita delle Azioni Ordinarie ALP.I e, per le ipotesi di conversione che non abbiano a oggetto il 100% delle Azioni Speciali ALP.I, in via proporzionale del valore della parità contabile implicita delle Azioni Speciali ALP.I:

- (i) nella misura massima del 100% del numero complessivo di Azioni Speciali ALP.I qualora prima della data di efficacia dell'Operazione Rilevante (“**Data di Efficacia**”) anche solo uno degli Amministratori in carica alla data di entrata in vigore dello Statuto ALP.I sia revocato dall'assemblea della Società in assenza di giusta causa ovvero, in caso di decadenza dell'intero Consiglio di Amministrazione, anche solo uno degli Amministratori in carica alla data di entrata in vigore dello Statuto ALP.I (i.e. dalla Data di Inizio delle Negoziazioni) non venga riletto in assenza di gravi inadempimenti inerenti al rapporto di amministrazione e/o di applicabili cause di ineleggibilità o decadenza previste dalla legge;
- (ii) nella misura del 16,7% del numero complessivo delle Azioni Speciali ALP.I alla Data di Efficacia; e
- (iii) entro 36 mesi dalla Data di Efficacia nella ulteriore misura:
 - a. del 25% del numero complessivo delle Azioni Speciali ALP.I alla Data di Inizio delle Negoziazioni nel caso in cui il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie ALP.I, per almeno 15 giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 11 per Azione Ordinaria ALP.I;
 - b. del 25% del numero complessivo delle Azioni Speciali ALP.I alla Data di Inizio delle Negoziazioni nel caso in cui il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie ALP.I, per almeno 15 giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 12 per Azione Ordinaria ALP.I;
 - c. del 33,3% del numero complessivo delle Azioni Speciali ALP.I alla Data di Inizio delle Negoziazioni nel caso in cui il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie ALP.I, per almeno 15 giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 13 per Azione Ordinaria ALP.I.

In caso di rettifiche al valore delle Azioni Ordinarie ALP.I comunicate da Borsa Italiana, i valori di Euro 11, di Euro 12 e di Euro 13 di cui al presente punto (iii) saranno conseguentemente rettificati secondo il “**coefficiente K**” comunicato da Borsa Italiana.

Le Azioni Speciali ALP.I sono detenute come segue:

- n. 120.000 di titolarità di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., con sede legale in Milano, Piazzetta Enrico Cuccia, n. 1, Codice Fiscale, P.IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 00714490158 (“**Mediobanca**”);
- n. 70.000 di titolarità di Roberto Marsella, nato a Taranto, il 10 giugno 1964, codice fiscale MRSRRT64H10L049K (“**Marsella**”);
- n. 70.000 di titolarità di Stefano Rangone, nato a Novara, il 25 febbraio 1970, codice fiscale

RNGSFN70B25F952S (“**Rangone**”);

- n. 30.000 di titolarità di Massimo Perona, nato a Biella, il 18 agosto 1963, codice fiscale PRNMSM63M18A859V (“**Perona**”);
- n. 10.000 di titolarità di Stefano Giambelli, nato a Milano, il 29 novembre 1980, codice fiscale GMBSFN80S29F205S (“**Giambelli**” e, congiuntamente a Mediobanca, Giambelli, Marsella e Perona, gli “**Sponsor**”).

2.1.3 I Warrant

L'ammissione a quotazione su AIM Italia degli strumenti finanziari di ALP.I è avvenuta a seguito del collocamento delle n. 10.000.000 Azioni Ordinarie ALP.I, a cui sono abbinati massimi n. 5.000.000 warrant (“**Warrant ALP.I**”) nel rapporto di n. 5 Warrant ALP.I ogni n. 10 Azioni Ordinarie ALP.I, di cui n. 2 Warrant ALP.I sono stati assegnati gratuitamente alla data di inizio delle negoziazioni su AIM Italia ogni n. 10 Azioni Ordinarie ALP.I sottoscritte, mentre ulteriori n. 3 Warrant ALP.I ogni n. 10 Azioni Ordinarie ALP.I saranno assegnati ai soggetti che saranno azionisti di ALP.I alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante (ad eccezione di coloro che abbiano esercitato il diritto di recesso e intendendosi inclusi coloro che si siano resi acquirenti delle Azioni Ordinarie ALP.I in relazione alle quali sia stato esercitato il recesso).

In data 9 gennaio 2018, l'assemblea straordinaria di ALP.I, ha deliberato un aumento di capitale sociale, in via scindibile, per massimi Euro 135.650,00, comprensivi di sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 1.356.500 azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, con termine finale di sottoscrizione fissato al 31 dicembre 2026 e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 5, C.C., in quanto riservato all'esercizio dei Warrant ALP.I.

I Warrant ALP.I sono al portatore, circolano separatamente dalle Azioni Ordinarie ALP.I cui sono stati abbinati alla data di emissione, sono liberamente trasferibili e sottoposti al regime di dematerializzazione.

Alla data della presente Relazione, pertanto, sono in circolazione n. 2.000.000 Warrant ALP.I ammessi alle negoziazioni su AIM Italia, mentre dovranno essere emessi ulteriori massimi n. 3.000.000 Warrant ALP.I, alla Data di Efficacia.

All'esclusivo fine di far sì che alla Data di Efficacia siano in circolazione sul mercato tutti i massimi n. 5.000.000 di warrant ANTARES (“**Warrant ANTARES**”), nell'ambito delle attività funzionali e connesse all'esecuzione dell'Operazione Rilevante, l'Assemblea degli azionisti di ALP.I sarà altresì chiamata a deliberare in merito alla proposta di autorizzare il Consiglio di Amministrazione di ALP.I. ad apportare, tenuto conto del numero di Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sarà stato esercitato il Diritto di Recesso (ove ve ne siano), ogni modifica necessaria al “**Regolamento Warrant ALP.I**”, come approvato dall'Assemblea straordinaria degli azionisti in data 9 gennaio 2018, affinché il rapporto di assegnazione sia incrementato in misura tale da consentire, alla Data di Efficacia, l'assegnazione di un numero di Warrant ALP.I il più prossimo possibile a 3.000.000 ossia al numero massimo di Warrant ALP.I rimanenti di cui è stata deliberata l'emissione. I massimi 5.000.000 di Warrant ALP.I saranno

pertanto, per effetto della Fusione e sulla base del relativo rapporto di cambio, concambiati in massimi 5.000.000 di Warrant ANTARES.

2.1.4 Il capitale raccolto

Il fine con il quale è stata costituita ALP.I è quello di reperire, attraverso il collocamento dei relativi strumenti finanziari presso investitori, e la correlata ammissione alle negoziazioni su AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale (“**AIM Italia**”), sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana, le risorse finanziarie necessarie e funzionali per porre in essere, previa attività di ricerca e selezione, un’ “Operazione Rilevante”, per tale intendendosi, ai sensi dello Statuto ALP.I, una o più operazioni di acquisizione di partecipazioni societarie e/o imprese, aziende o rami di aziende, con qualsiasi modalità effettuate, ivi incluse l’aggregazione mediante conferimento o fusione, anche in combinazione con l’acquisto o la sottoscrizione di partecipazioni, da realizzarsi successivamente alla data di inizio delle negoziazioni delle Azioni Ordinarie e dei Warrant su AIM Italia. ALP.I ha raccolto complessivi Euro 100.000.000,00 i quali costituiscono, ai sensi dell’articolo 6 del relativo Statuto, le somme vincolate alla realizzazione dell’Operazione Rilevante, depositate in appositi conti vincolati intestati alla Società e utilizzabili (i) previa autorizzazione dell’assemblea di ALP.I, esclusivamente ai fini dell’esecuzione dell’Operazione Rilevante, nonché (ii) anche in assenza di autorizzazione assembleare, ai fini del pagamento del valore di liquidazione delle Azioni Ordinarie ALP.I in caso dell’esercizio del diritto di recesso o dello scioglimento della società (“**Somme Vincolate**”).

2.1.5 La politica di investimento

La politica di investimento è stata approvata dall’assemblea straordinaria degli azionisti di ALP.I in data 9 gennaio 2018.

Tuttavia l’effettiva attuazione dell’Operazione Rilevante sarà sottoposta alla preventiva approvazione da parte dell’assemblea dei soci.

ALP.I intende utilizzare i proventi derivanti dall’offerta a servizio della propria quotazione per realizzare l’Operazione Rilevante con una o più imprese *target* che abbiano un progetto di crescita e di sviluppo chiaro, delineato e condiviso a livello di azionisti e di *management*.

Tale progetto di sviluppo potrà essere realizzato attraverso sia la crescita organica che per linee esterne, ossia mediante operazioni di *mergers & acquisitions*, *joint venture* o altre operazioni strategiche atte ad accelerarne il processo di sviluppo.

In particolare, l’attenzione del *management* di ALP.I si è concentrata nella ricerca di imprese *target* dotate di un *management* professionale e adeguatamente allineato a sistemi di *corporate governance* e di controllo operativo/gestionale trasparenti e coerenti con le *best practice* internazionali e con vocazione internazionale.

La ricerca di possibili *target* è avvenuta nell’ambito di tutti quei settori in cui operano imprese caratterizzate da progetti di sviluppo e caratteristiche proprietarie, organizzative e manageriali coerenti con le linee guida sopra esposte.

ALP.I ha dato priorità, inoltre, agli investimenti in imprese:

- dotate di un'adeguata redditività attuale e/o prospettica e di un significativo potenziale di creazione di valore tramite crescita organica e/o per linee esterne;
- con un modello di *business* fondato su vantaggi competitivi difendibili;
- che presentino interessanti prospettive di sviluppo e propensione internazionale;
- operanti in settori o segmenti caratterizzati da *trend* di crescita;
- idonee ad intraprendere progetti di aggregazione;
- in cui vi sia la presenza di un imprenditore e/o di un *management* di solida reputazione che con trasparenza abbia gestito – e intenda continuare a gestire – l'impresa, aumentandone il valore, nell'ambito di una *corporate governance* trasparente e adeguata;
- caratterizzate da una c.d. *equity story* di successo, connotata da un comprovato percorso di crescita e sviluppo.

Di contro ALP.I ha escluso alcuni settori e tipologie di *target* e in particolare quelle società, imprese, aziende o rami d'azienda operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo, nell'immobiliare (*real estate*), nel settore delle energie rinnovabili, nella produzione di armi e, in generale, in tutti gli altri settori ritenuti contrari agli *standard* etici generalmente riconosciuti. Sono stati esclusi altresì progetti in favore di imprese in stato di crisi ad eccezione di quelle che abbiano già intrapreso e/o realizzato un processo di *turnaround* e presentino possibilità di rilancio nel breve periodo nonché operazioni in fase di *start-up* aziendale.

2.1.6 La società target

ALP.I, ai fini del perseguimento dell'oggetto sociale e in conformità alla propria politica di investimento, ha svolto attività di *scouting* sulle possibili opportunità di investimento.

A esito delle predette attività, ALP.I ha individuato in ANTARES la società *target* con cui realizzare l'Operazione Rilevante, la quale deve essere approvata, su proposta del Consiglio di Amministrazione di ALP.I, dall'assemblea dei soci, anche al fine di autorizzare l'impiego delle Somme Vincolate.

2.1.7 Il diritto di recesso

I titolari di Azioni Ordinarie ALP.I che non concorreranno (in quanto assenti, astenuti o dissenzienti) alla delibera di approvazione dell'Operazione Rilevante (e, in particolare, alla modifica dell'oggetto sociale di ALP.I e alla proroga della durata della società) potranno esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 C.C. e dall'art. 7 dello Statuto (“**Diritto di Recesso**”) entro 15 giorni dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della relativa delibera assembleare.

Il Diritto di Recesso riguarda unicamente le Azioni Ordinarie ALP.I e, pertanto, l'azionista che decidesse di esercitare il Diritto di Recesso continuerà a detenere i Warrant ALP.I abbinati alle Azioni Ordinarie ALP.I oggetto del Diritto di Recesso che siano stati emessi alla data di inizio delle negoziazioni, mentre perderà il diritto di ricevere gli ulteriori n. 3 Warrant ALP.I da assegnarsi ogni n. 10 Azioni Ordinarie ALP.I alla data di efficacia

dell'Operazione Rilevante.

Ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle Azioni Ordinarie ALP.I oggetto dell'esercizio del Diritto di Recesso, il Consiglio di Amministrazione di ALP.I (ovvero l'esperto nel caso di cui all'articolo 2437-ter, comma 6, C.C.) dovrà applicare esclusivamente il criterio della consistenza patrimoniale della Società Incorporanda e, in particolare, della consistenza delle Somme Vincolate, essendo detto criterio coerente con quanto previsto dall'articolo 2437-ter, commi 2 e 4, C.C.

L'esercizio del Diritto di Recesso potrà comportare la mancata effettuazione dell'Operazione Rilevante nell'ipotesi in cui il numero di Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sia esercitato il Diritto di Recesso sia pari o superiore al 30% del capitale ordinario della Società Incorporanda.

2.2 ANTARES

ANTARES è una società a responsabilità limitata di diritto italiano costituita in data 11 ottobre 2007, che ha per oggetto, *inter alia*, (i) lo studio, la realizzazione, l'assemblaggio, l'installazione e la manutenzione, in Italia e all'estero, di sistemi elettronici, elettromeccanici, di attrezzature e macchine per l'automazione e per la standardizzazione applicativa dei sistemi di intelligenza artificiale, dei sistemi di sicurezza, nonché lo sviluppo dei software a essi connessi; (ii) la progettazione e la realizzazione di prototipi e impianti connessi all'oggetto sociale; nonché (iii) l'acquisizione, la distribuzione e la commercializzazione anche all'estero di attrezzature industriali ad alta automazione, di tecnologie appositamente sviluppate su richiesta della clientela, nonché lo sviluppo del software a esse connesso.

2.2.1 Il capitale sociale

Il capitale sociale di ANTARES è pari a Euro 127.612,00, suddiviso in quote come segue:

- una quota di nominali Euro 108.284,00, rappresentativa di una partecipazione pari a 84,85% del capitale sociale, posseduta da Regolo S.r.l., società a responsabilità limitata di diritto italiano, con sede in Travagliato (BS), via del Ferro n. 16, codice fiscale, p.IVA, e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Brescia 03926430988 (“**Regolo**”), società facente capo ai due soci fondatori, Emidio Zorzella e Massimo Bonardi, titolari del 35,89% ciascuno;
- una quota di nominali Euro 19.328,00, rappresentativa di una partecipazione pari al 15,15% del capitale sociale, posseduta da Sargas S.r.l., società a responsabilità limitata di diritto italiano, con sede in Parma, via Mantova n. 166, codice fiscale, p.IVA, e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Parma 02877710349 (“**Sargas**”), società presieduta da Guido Barilla e costituita da un *pool* di imprenditori e professionisti italiani ed esteri che operano nei principali settori di interesse di ANTARES, entrata nel capitale sociale di questa in data 3 agosto 2018 attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale sociale pari ad Euro 40.000.000,00, di cui Euro 39.980.672,00 versati a titolo di sovrapprezzo.

2.2.2 L'attività svolta

ANTARES, direttamente e tramite società controllate attive in Italia, Germania, Francia, Irlanda, USA e Brasile e tramite un *network* di *partner* commerciali attivi nei principali mercati di riferimento in Europa, Americhe, Asia, Medio Oriente e Africa, opera attivamente nella ricerca e sviluppo, progettazione, studio, realizzazione ed installazione di soluzioni e sistemi (hardware e software) di ispezione visiva (*Visual Inspection*) e per la rintracciabilità (*Track & Trace*) dei singoli prodotti, principalmente per il settore farmaceutico e per i settori ad esso collegati.

Il tutto è integrato da prodotti software per la gestione e analisi dei dati (*Smart Data Management*) e dalla prestazione di servizi di assistenza e manutenzione (*Services*) connessi e funzionali alle soluzioni così prodotte e commercializzate.

Le soluzioni sviluppate da ANTARES sono integrabili su qualsiasi tipo di linea automatica, per il *packaging* primario e secondario, in diversi settori: dall'industria farmaceutica alla lavorazione del tabacco, fino alla cosmetica, all'industria alimentare, al settore logistico, all'industria tipografica e al comparto *automotive*.

L'attività si articola su quattro principali linee di *business*:

1. ***Track & Trace***, ovvero sistemi per l'identificazione e la rintracciabilità della singola confezione di prodotto lungo l'intero ciclo di vita, dal produttore al consumatore, lungo tutta la *supply chain* (79% del totale dei ricavi consolidati del Gruppo);
2. ***Visual Inspection***, ovvero sistemi e macchine automatiche di ispezione per garantire integrità, qualità e conformità dei prodotti e del relativo *packaging* (16% del totale dei ricavi consolidati);
3. ***Smart Data Management***, ovvero sistemi software per la gestione ed analisi dei dati, raccolti attraverso le soluzioni *Track & Trace* e *Visual Inspection*, con l'utilizzo di tecnologie di intelligenza artificiale per l'analisi di dati (0,1% del totale dei ricavi consolidati);
4. ***Services***, ovvero l'attività di supporto post-vendita ed installazione che include assistenza remota senza interruzioni, manutenzione *on site* e preventiva, fornitura di ricambi, *training*, software *Service Level Agreement* ("SLA") (5% del totale dei ricavi consolidati).

2.2.3 Il Gruppo

ANTARES è a capo di un Gruppo con partecipazioni in Europa, U.S.A. e Brasile, con un fatturato annuo consolidato di circa 94 milioni di euro (dato relativo all'esercizio 2017).

Alla data odierna ANTARES detiene direttamente e/o indirettamente le seguenti partecipazioni maggioritarie:

100% di Imago Technologies GmbH, con sede in Germania;

100% di Antares Vision Inc, con sede in U.S.A.;

100% di Antares Vision France S.a.s., con sede in Francia;

100% di Antares Vision Ireland Limited, con sede in Irlanda;

100% di Antares Vision do Brasil, con sede in Brasile;

100% di Legg System Comércio e Servicos de Pecas Industriais e Automacao LTDA, con sede in Brasile;

70% di Antares Vision North America LLC, con sede in U.S.A.

2.2.4 I punti di forza

Grazie alla posizione assunta negli anni sul mercato di riferimento tramite il continuo sviluppo di soluzioni innovative, ANTARES, che nel primo anno di vita contava un organico di n. 18 unità ed un fatturato corrispondente ad Euro 4 milioni circa, è oggi a capo di un Gruppo avente un fatturato superiore ad Euro 100 milioni, composto da 7 società direttamente o indirettamente controllate e oltre 350 dipendenti in tutto il mondo. Forte dell'esperienza maturata in Turchia a partire dal 2008, nell'ambito del progetto pilota promosso dal Governo Turco sulla completa tracciabilità dei prodotti farmaceutici, ANTARES è diventata un esempio per l'implementazione normativa in materia di tracciabilità in altri Paesi.

In aggiunta al tradizionale posizionamento chiave nel settore farmaceutico ANTARES oggi sta penetrando altri settori industriali, quali *Food & Beverage*, cosmetica e gamma del lusso.

Le soluzioni sviluppate dal Gruppo ANTARES sono infatti integrabili su qualsiasi tipo di linea automatica, per il *packaging* primario e secondario, in diversi settori industriali.

ANTARES offre una presenza globale ed una continua assistenza tecnica, in lingua, ai suoi clienti in più di 60 Paesi, direttamente e tramite società controllate in Italia, Germania, Francia, Irlanda, USA e Brasile ed il supporto di un *network* di oltre 30 *partner* commerciali, attivi nei principali mercati di riferimento in Europa, America, Asia, Medio Oriente e Africa.

La crescita dei ricavi e dei profitti è proseguita negli anni di pari passo, anche grazie ad una politica di conversione di potenziali *competitors* in *partner* commerciali.

I dati di rilevamento interno di ANTARES indicano che ad oggi oltre 2.000 linee di confezionamento e più di 200 stabilimenti farmaceutici in Italia e nel mondo sono dotati dei sistemi di tracciabilità forniti dal Gruppo ANTARES, per un totale di prodotti serializzati, aggregati, spediti e notificati con soluzioni ANTARES che supera oggi i n. 7 miliardi. Più di 25.000 telecamere d'ispezione assicurano ogni giorno la sicurezza dei processi di imballaggio primario e secondario.

Il Gruppo ANTARES opera in n. 6 stabilimenti in Europa, di cui tre in Italia ed uno, rispettivamente, in Germania, in Francia ed in Irlanda. Due centri di ricerca, situati in Italia ed in Irlanda, sono deputati allo studio e allo sviluppo continuo di nuove soluzioni. Nello specifico il centro di ricerca sito in Irlanda, a Galway, si occupa principalmente di ricerca e sviluppo di nuove soluzioni e tecnologie nel campo dell'intelligenza artificiale e dello *Smart Data Management*.

In Asia, il Gruppo ANTARES è presente in Corea del Sud, tramite un ufficio di rappresentanza. Inoltre è in fase di costituzione in India una *joint-venture company* partecipata al 51% da ANTARES e al 49% da *partner* locali. La costituenda società opererà in India, Nepal e Sri Lanka sia in qualità di distributore di prodotti dalla stessa realizzati sia in qualità di agente ANTARES.

Nel continente americano, le controllate Antares Vision USA, Antares Vision North America, Antares Vision Do Brasil e Legg System operano in 2 stabilimenti, rispettivamente ubicati negli USA ed in Brasile.

La struttura sopra descritta consente al Gruppo ANTARES di raggiungere con i propri prodotti e i propri servizi oltre 60 Paesi, dove insiste circa il 95% della produzione mondiale del settore farmaceutico.

I ricavi consolidati registrati nell'anno 2017 sono così geograficamente ripartiti:

- 52% ricavi extra-CEE;
- 32% ricavi Europa (Italia esclusa);
- 16% ricavi Italia.

In linea con una politica di sviluppo prudente e continuo, il Gruppo ANTARES è cresciuto anche grazie alla realizzazione di acquisizioni mirate di piccole realtà di eccellenza e la ininterrotta destinazione di risorse alla ricerca, volta a preservare e consolidare il ruolo di leader ormai acquisito nel settore tecnologico di riferimento.

2.3 Modalità di svolgimento dell'Operazione Rilevante

Tra ALP.I ed ANTARES sono intercorse negoziazioni tese a valutare la possibilità di dar corso ad una *business combination*, nonché le possibili condizioni di tale aggregazione, che consenta di dare atto ad un rafforzamento patrimoniale di ANTARES, a sostegno della realizzazione del proprio progetto strategico di sviluppo.

2.3.1 L'Accordo Quadro

Al fine di poter dare seguito all'Operazione Rilevante, ANTARES, Regolo, Emidio Zorzella e Massimo Bonardi (fondatori e titolari di partecipazioni indirette in ANTARES; di seguito, congiuntamente, "**Manager**"), e ALP.I, hanno sottoscritto in data 18 dicembre 2018 un accordo quadro ("**Accordo Quadro**").

L'Accordo Quadro prevede, in estrema sintesi, il compimento delle seguenti operazioni, interdipendenti e tra loro collegate:

- 1) la trasformazione di ANTARES in "società per azioni", assumendo per l'effetto la denominazione di "Antares Vision S.p.A.", da perfezionarsi entro l'avvio della procedura di ammissione, per tale intendendosi la trasmissione a Borsa Italiana da parte di ANTARES della comunicazione di pre-ammissione ai sensi dell'art. 2 del Regolamento Emittenti AIM, e in forza della quale il valore unitario delle azioni ordinarie emesse da ANTARES, senza indicazione del valore nominale ("**Azioni Ordinarie ANTARES**"), dovrà essere allineato al valore unitario delle Azioni Ordinarie ALP.I (i.e. Euro 10,00), tenuto altresì conto del valore economico complessivo attribuito ad ANTARES nel contesto della Fusione ("**Trasformazione**");
- 2) l'ammissione a quotazione su AIM Italia ("**Ammissione**") delle Azioni Ordinarie ANTARES e dei warrant emessi da ANTARES ("**Warrant ANTARES**") in concambio dei Warrant ALP.I, aventi le medesime caratteristiche di quest'ultimi e disciplinati dal relativo regolamento, che riprodurrà le principali previsioni del Regolamento Warrant ALP.I ("**Regolamento Warrant ANTARES**"), da approvarsi da parte dell'assemblea dei soci di ANTARES nel corso dell'assemblea chiamata a deliberare, *inter alia*, in merito alla Trasformazione e alla Fusione;
- 3) alla Data di Efficacia l'eventuale distribuzione di un dividendo a beneficio di coloro che risulteranno titolari di

Azioni Ordinarie ALP.I alla Data di Efficacia (previa rinuncia da parte dei titolari di Azioni Speciali ALP.I), da eseguirsi qualora, alla scadenza del termine per l'esercizio del diritto di recesso spettanti ai soci di ALP.I ai sensi dell'art. 2437 C.C. e dell'art. 7 dello Statuto ALP.I (“**Diritto di Recesso**”) e del periodo di offerta in opzione delle Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sia stato esercitato il Diritto di Recesso, il patrimonio netto contabile di ALP.I sia superiore a Euro 70.000.000,00 (da intendersi quale ammontare comprensivo del corrispettivo dovuto ai fini dell'Acquisizione delle Azioni Ordinarie ANTARES), e per un importo complessivo determinato dal Consiglio di Amministrazione di ALP.I in misura tale da far sì che, alla Data di Efficacia, il patrimonio netto contabile di ALP.I sia pari a Euro 70.000.000,00, comprensivi del corrispettivo dovuto ai fini dell'Acquisizione delle Azioni Ordinarie ANTARES, e dedotti: (i) l'esborso sostenuto da ALP.I per l'acquisto delle Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sia stato esercitato il Diritto di Recesso e che non siano state acquistate dagli altri soci di ALP.I o da terzi ai sensi dell'art. 2437-*quater*, commi da 1 a 4, C.C.; e (ii) i costi e le spese sostenuti da ALP.I in relazione all'Operazione Rilevante diversi da quelli contabilizzati nella situazione patrimoniale al 30 settembre 2018, approvata ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* C.C.;

- 4) l'acquisizione da parte di ALP.I da Regolo di n. 2.000.000 Azioni Ordinarie ANTARES per un controvalore complessivo pari a Euro 20.000.000,00;
- 5) la Fusione per incorporazione di ALP.I in ANTARES;
- 6) l'aumento del capitale sociale di ANTARES riservato ai sensi dell'art. 2441, comma 5, C.C. alla sottoscrizione di Regolo e Sargas, ai fini dell'emissione di n. 1.189.590 azioni speciali di categoria “C” (“**Azioni Performance ANTARES**”), come disciplinate dallo Statuto ANTARES Post Fusione, per un ammontare complessivo massimo pari ad Euro 11.895,90 (comprensivo di eventuale sovrapprezzo);
- 7) l'acquisizione da parte di Regolo (ovvero di altro soggetto da quest'ultima designato) da ciascuno Sponsor, proporzionalmente e per un controvalore complessivo di Euro 600.000,00, di complessive n. 60.000 azioni speciali di categoria “B” ANTARES (“**Azioni Speciali ANTARES**”), come disciplinate dallo Statuto ANTARES Post Fusione e previamente assegnate agli Sponsor nel contesto della Fusione in concambio delle Azioni Speciali ALP.I, le quali saranno convertibili in Azioni Ordinarie ANTARES al ricorrere delle condizioni e secondo le modalità previste dallo Statuto ANTARES Post Fusione. In particolare, ai sensi dello Statuto ANTARES Post Fusione, le Azioni Speciali ANTARES si convertiranno automaticamente in Azioni Ordinarie ANTARES in ragione di n. 6 Azioni Ordinarie ANTARES per ogni Azione Speciale ANTARES, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale:
 - i. nella misura di 1/6 del numero complessivo delle Azioni Speciali ANTARES emesse alla Data di Efficacia, il secondo giorno di borsa aperta successivo alla Data di Efficacia;
 - ii. entro 60 mesi dalla Data di Efficacia, nella misura di 5/6 del numero complessivo delle Azioni Speciali ANTARES emesse alla Data di Efficacia, nel caso in cui il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie ANTARES, per almeno 15 (quindici) giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta

consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 13,50 per Azione Ordinaria ANTARES.

In ogni caso, decorsi 60 (sessanta) mesi dalla Data di Efficacia, ogni Azione Speciale ANTARES residua, non già convertita secondo le ipotesi di cui sopra, si convertirà automaticamente in n. 1 Azione Ordinaria ANTARES, senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale

In aggiunta a quanto precede e all'esclusivo fine di far sì che alla Data di Efficacia siano in circolazione sul mercato tutti i massimi 5.000.000 di Warrant ANTARES, nell'ambito delle attività funzionali e connesse all'esecuzione dell'Operazione Rilevante, l'Assemblea degli azionisti di ALP.I sarà altresì chiamata a deliberare in merito alla proposta di autorizzare il Consiglio di Amministrazione di ALP.I. ad apportare, tenuto conto del numero di Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sarà stato esercitato il Diritto di Recesso (ove ve ne siano), ogni modifica necessaria al Regolamento Warrant ALP.I, come approvato dall'Assemblea straordinaria degli azionisti in data 9 gennaio 2018, affinché il rapporto di assegnazione sia incrementato in misura tale da consentire, alla Data di Efficacia, l'assegnazione di un numero di Warrant ALP.I il più prossimo possibile a 3.000.000 ossia al numero massimo di Warrant ALP.I rimanenti di cui è stata deliberata l'emissione. I massimi 5.000.000 di Warrant ALP.I saranno pertanto, per effetto della Fusione e sulla base del relativo rapporto di cambio, concambiati in massimi 5.000.000 di Warrant ANTARES.

2.3.2 Le previste deliberazioni di ALP.I

Ciò posto, l'assemblea di ALP.I sarà chiamata ad approvare:

- in sede straordinaria:
 - (a) la Fusione, e per essa, il Progetto di Fusione;
 - (b) l'annullamento senza riduzione del capitale sociale della Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sia stato esercitato il Diritto di Recesso;
 - (c) l'autorizzazione al Consiglio di Amministrazione alla modifica del Regolamento Warrant ALP.I;
- in sede ordinaria:
 - (a) la proposta di autorizzazione al compimento dell'Operazione Rilevante e, quindi, in particolare (i) la Fusione, e (ii) la Distribuzione del Dividendo, e (iii) eventualmente, altresì, il pagamento del valore di liquidazione agli azionisti che abbiano esercitato il Diritto di Recesso.

2.3.3 Le previste deliberazioni di ANTARES

Parallelamente, l'assemblea di ANTARES sarà chiamata ad approvare in un unico contesto:

- (a) la Trasformazione;
- (b) la Fusione, e per essa, il Progetto di Fusione;
- (c) l'aumento di capitale scindibile per massimi Euro 47.000.000,00 comprensivi di sovrapprezzo (“**Aumento Azioni Ordinarie ANTARES**”) mediante emissione di massime n. 4.700.000 Azioni Ordinarie ANTARES, restando inteso che, a norma dell'articolo 2504-ter C.C., non verranno assegnate Azioni Ordinarie ANTARES;
- (d) l'aumento di capitale scindibile per massimi Euro 3.000.000,00 comprensivi di sovrapprezzo (“**Aumento**

Azioni Speciali ANTARES”) mediante emissione di massime n. 300.000 Azioni Speciali ANTARES con i diritti e i privilegi disciplinati dal Nuovo Statuto ANTARES da distribuire in concambio alle Azioni Speciali ALP.I;

- (e) l’emissione di massimi n. 5.000.000 Warrant di ANTARES, disciplinati da un regolamento che riprodurrà le principali previsioni del Regolamento Warrant ALP.I, da attribuire in concambio ai titolari di Warrant ALP.I;
- (f) un ulteriore aumento di capitale scindibile per un ammontare massimo complessivo di nominali Euro 135.650,00, da attuarsi mediante emissione di massime n. 1.356.500 Azioni Ordinarie ANTARES, comprensivi di sovrapprezzo, senza indicazione del valore nominale (“**Aumento Warrant ANTARES**”) da riservarsi all’esercizio della facoltà di sottoscrizione spettante ai portatori di Warrant ANTARES in conformità al Regolamento Warrant ANTARES;
- (g) l’Aumento Azioni Performance ANTARES;
- (h) con effetto dalla data di efficacia della Fusione, la nomina di un nuovo organo amministrativo di ANTARES;
- (i) l’Ammissione.

2.4 Condizioni risolutive e sospensive

Come già riportato, l’Operazione Rilevante è risolutivamente condizionata, ai sensi e per gli effetti dell’articolo 1353 C.C., all’avveramento della circostanza che il numero di Azioni Ordinarie ALP.I per le quali sia eventualmente esercitato il Diritto di Recesso sia pari o superiore al 30% del capitale sociale ordinario di ALP.I (“**Condizione Risolutiva**”).

Inoltre, la sottoscrizione dell’atto di fusione dell’Operazione Rilevante, è sospensivamente condizionato al verificarsi di ciascuno dei seguenti eventi:

- (a) che entro il giorno 8 febbraio 2019, l’assemblea dei soci ANTARES abbia approvato l’Operazione Rilevante e che Sargas, nella sua qualità di socio ANTARES, abbia votato in favore dell’Operazione Rilevante nella suddetta assemblea;
- (b) che entro il giorno 8 febbraio 2019, l’assemblea dei soci di ALP.I abbia approvato l’Operazione Rilevante;
- (c) che la Trasformazione sia perfezionata e divenga efficace prima della trasmissione della comunicazione di pre-ammissione da parte di ANTARES a Borsa Italiana ai fini dell’Ammissione;
- (d) che entro il giorno 27 marzo 2019, ANTARES trasmetta a Borsa Italiana la comunicazione di pre-ammissione ai fini dell’Ammissione;
- (e) che alla scadenza del periodo di opposizione dei creditori ai sensi dell’articolo 2503 C.C.: (i) non siano ancora pendenti opposizioni da parte di creditori di ANTARES o di ALP.I o (ii) qualora vi siano ancora delle opposizioni in corso, che le somme dovute ai creditori la cui opposizione sia ancora in corso siano pagate o depositate presso una banca ai fini del pagamento ai sensi dell’art. 2503 C.C.;
- (f) che ANTARES abbia trasmesso a Borsa Italiana la domanda di ammissione ai fini dell’Ammissione.

Fatta eccezione per quelle previste ai punti (b) e (e), le suddette condizioni sospensive sono poste nell’esclusivo

interesse di ALP.I e, pertanto, potranno essere rinunciate da parte della medesima.

2.5 Progetto di Fusione

In data 18 dicembre 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* C.C., il Rapporto di Cambio.

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

- della situazione patrimoniale di ALP.I relativa al periodo intercorrente tra l'1 gennaio 2018 ed il 30 settembre 2018, approvata dal Consiglio di Amministrazione di ALP.I in data 13 novembre 2018;
- della situazione patrimoniale di ANTARES relativa al periodo intercorrente tra l'1 gennaio 2018 ed il 30 settembre 2018, approvata dal Consiglio di Amministrazione di ANTARES in data 9 novembre 2018.

I Consigli di Amministrazione di ALP.I ed ANTARES sono pervenuti alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base delle seguenti grandezze economiche:

- (a) in ragione della natura di SPAC di ALP.I e della conseguente struttura patrimoniale della stessa, patrimonio netto contabile di ALP.I alla Data di Efficacia pari a Euro 70.000.000,00 (“**Patrimonio Netto ALP.I Base**”) purché gli asset diversi dalle disponibilità liquide, dai crediti IVA e dalle imposte differite attive alla Data di Efficacia siano di valore non superiore a Euro 500.000,00 (“**Valore Asset Diversi Da Cassa Base**”);
- (b) *equity value* di ANTARES (“**Equity Value ANTARES Base**”) calcolato, ai fini della Fusione, in complessivi Euro 528.754.000,00 tenuto conto delle seguenti voci: (i) *enterprise value*, convenzionalmente stabilito in Euro 500.000.000,00; e (ii) liquidità di cassa, pari ad Euro 28.754.000,00;
- (c) allineamento in sede di Trasformazione del valore unitario delle Azioni Ordinarie ANTARES al valore unitario delle Azioni Ordinarie ALP.I (tenuto conto del valore economico complessivo attribuito ad ANTARES nel contesto della Fusione);
- (d) valore complessivo, pari a Euro 20.000.000,00 (“**Valore Azioni Acquisite**”), e numero, pari a 2.000.000 (“**Numero Azioni Acquisite**”), di Azioni Ordinarie ANTARES oggetto di cessione da Regolo ad ALP.I;
- (e) valore delle Azioni Speciali ANTARES, pari a Euro 3.000.000,00 (“**Valore Azioni Speciali**”).

e tenuto conto delle seguenti variabili:

- A. qualora nel periodo intercorrente tra la data del 30 settembre 2018 (data di riferimento della situazione patrimoniale *ex* articolo 2501-*quater* C.C.) e la data di stipula dell'atto di Fusione siano accertati eventuali pagamenti effettuati da ANTARES o da altre società del gruppo cui essa fa parte (“**Importo dei Leakages**”), diversi da taluni pagamenti espressamente consentiti dall'Accordo Quadro stesso, il Rapporto di Cambio dovrà tenere conto del conseguente minor *equity value* di ANTARES (“**Equity Value ANTARES Aggiustato**”), determinato secondo la seguente formula:

$$\text{Equity Value ANTARES Aggiornato} = \text{Equity Value ANTARES Base} - \text{Importo dei Leakages}$$

- B. qualora prima della data di stipula dell'atto di Fusione sia accertato che (i) il patrimonio netto contabile di

ALP.I sia inferiore ad Euro 70.000.000,00 (“**Patrimonio Netto ALP.I Aggiornato**”); e/o (ii) il valore degli *asset* diversi dalle disponibilità liquide, dai crediti IVA e dalle imposte differite attive di ALP.I sia superiore ad Euro 500.000,00 (“**Valore Asset Diversi Da Cassa Aggiornato**”), il Rapporto di Cambio dovrà tenere conto del conseguente aggiustamento del patrimonio netto contabile di ALP.I (“**Patrimonio Netto Finale**”), secondo la seguente formula:

$$\text{Patrimonio Netto ALP.I Finale} = \text{Patrimonio Netto di ALP.I Base} + (\text{Valore Asset Diversi Da Cassa Base} - \text{Valore Asset Diversi Da Cassa Aggiornato}) + (\text{Patrimonio Netto ALP.I Aggiornato} - \text{Patrimonio Netto ALP.I Base})$$

Alla luce di tutto quanto precede, il Rapporto di Cambio delle Azioni Ordinarie ALP.I in Azioni Ordinarie ANTARES è determinato dalla seguente formula:

AZIONI ORDINARIE ALP.I ANTE-FUSIONE

AZIONI ANTARES IN CONCAMBIO

dove:

“**Azioni Ordinarie ALP.I Ante-Fusione**” indica il numero di Azioni Ordinarie ALP.I risultante a seguito dell’esercizio del Diritto di Recesso;

“**Azioni ANTARES in Concambio**” indica il numero di Azioni Ordinarie ANTARES da emettersi ai fini del concambio, ottenuto applicando la seguente formula:

AZIONI ANTARES

$$(1 - \%AUCAP) + \text{NUMERO AZIONI ACQUISITE} - \text{AZIONI ANTARES}$$

dove:

“**%Aucap**” indica il numero risultante dall’applicazione della seguente formula:

$$\text{AUCAP} / (\text{EQUITY VALUE ANTARES AGGIORNATO} + \text{AUCAP})$$

ottenendo il valore “**Aucap**” dall’applicazione della seguente formula:

$$\text{PN ALPI FINALE} - \text{VALORE AZIONI SPECIALI (PARI A EURO 3.000.000,00)} - \text{VALORE AZIONI ACQUISITE (PARI A EURO 20.000.000,00)}$$

Infine, il Rapporto di Cambio prevede inoltre che, nel contesto della Fusione,

- (a) per ogni n. 1 Azione Speciale ALP.I sarà attribuita n. 1 Azione Speciale ANTARES;
- (b) per ogni n. 1 Warrant ALP.I sarà attribuito n. 1 Warrant ANTARES.

Non sono previsti conguagli in denaro.

3. Documentazione utilizzata

Per lo svolgimento del proprio incarico, lo scrivente si è avvalso della documentazione messa a disposizione dal *Management* e dai consulenti delle Società partecipanti alla Fusione, nonché delle informazioni qualitative e quantitative fornite da questi ultimi nell'ambito dei colloqui e degli incontri intercorsi.

In via preliminare, abbiamo richiesto un incontro con il team di lavoro di EY S.p.A., società incaricata della revisione contabile del bilancio di ANTARES.

Nel corso di detti incontri, ci è stato possibile consultare le carte di lavoro in cui è documentato il processo logico che ha portato all'espressione del giudizio relativo, rispettivamente, alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2017, nonché alla revisione limitata del Bilancio intermedio consolidato al 30 giugno 2018 di ANTARES.

Abbiamo inoltre preso diretto contatto con il partner di Pricewaterhousecoopers S.p.A., società incaricata della revisione contabile del bilancio di ALP.I, e con i Presidenti dei Collegi Sindacali di ALP.I e di ANTARES, ottenendo conferma sull'assenza di anomalie o elementi di criticità sia in merito ai bilanci a loro sottoposti sia in relazione alle verifiche periodiche condotte nell'ambito dell'attività di vigilanza a loro demandata.

Abbiamo inoltre ottenuto ed analizzato, in via prevalente, la seguente documentazione:

- Progetto di Fusione per incorporazione di ALP.I in ANTARES approvato dai Consigli di Amministrazione di entrambe le società ai sensi dell'articolo 2501-ter C.C. in data 18 dicembre 2018;
- File excel di lavoro denominato "Formula concambio" contenente le analisi a supporto delle valutazioni degli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- Situazione patrimoniale *ex art. 2501-quater* C.C. ("Resoconto intermedio di gestione") al 30.09.2018 di ALP.I approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 13 novembre 2018;
- Situazione patrimoniale *ex art. 2501-quater* C.C. ("Bilancio di periodo") al 30.09.2018 di ANTARES approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 9 novembre 2018;
- Relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione di ALP.I e ANTARES, redatte, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies C.C., approvate in data 18 dicembre 2018, che illustrano e giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso;
- Bozza del Documento informativo ("**Documento Informativo**") della Fusione per incorporazione di ALP.I in ANTARES redatto ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Emittenti AIM Italia;
- Accordo Quadro ("*Framework Agreement*") sottoscritto da ALP.I, Regolo, Zorzella Emidio, Bonardi Massimo e ANTARES in data 18 dicembre 2018, che disciplina i termini e le condizioni fondamentali del processo di integrazione tra ALP.I e ANTARES;
- Statuto vigente di ALP.I;
- Statuto vigente di ANTARES;
- Bozza di Statuto di ANTARES post-Fusione;

- Regolamento vigente Warrant ALP.I;
- Bozza di Regolamento Warrant ANTARES post-Fusione;
- Relazione finanziaria semestrale al 30.06.2018 di ALP.I, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 14 settembre 2018, corredata dalla relazione della società di revisione Pricewaterhousecoopers S.p.A. rilasciata in data 21 settembre 2018;
- Bilancio Intermedio Consolidato al 30.06.2018 di ANTARES, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 26 novembre 2018, corredato dalla relazione di revisione contabile limitata della società di revisione EY S.p.A. rilasciata in data 30 novembre 2018;
- Fascicoli completi dei Bilanci d’esercizio al 31.12.2015, 31.12.2016 e 31.12.2017 di ANTARES, corredati dalle relazioni del Collegio Sindacale e della società di revisione EY S.p.A.;
- Fascicoli completi dei Bilanci consolidati al 31.12.2015, 31.12.2016 e 31.12.2017 di ANTARES, corredati dalle relazioni del Collegio Sindacale e della società di revisione EY S.p.A.;
- Copia dei Verbali del Collegio Sindacale di ALP.I dal 08.01.2018 al 15.10.2018;
- Copia dei Verbali del Collegio Sindacale di ANTARES dal 21.03.2016 al 06.09.2018;
- Rapporto di *due diligence* fiscale (“Tax Due Diligence Final Report”) su ANTARES emesso dallo Studio Legale Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners in data 28.05.2018;
- Rapporto di *due diligence* legale (“Legal Due Diligence Report”) su ANTARES emesso dallo Studio Legale Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners in data 28.05.2018;
- Rapporto di *business due diligence* su ANTARES emesso da Long Term Partners S.p.A. in data 31.05.2018;
- Rapporto di *financial due diligence* su ANTARES emesso da New Deal Advisors S.p.A. in data 24.05.2018;
- Rapporto di *financial due diligence* su ANTARES emesso da New Deal Advisors S.p.A. in data 17.10.2018;
- Addendum del Rapporto di *financial due diligence* su ANTARES emesso da New Deal Advisors S.p.A. in data 23.11.2018;
- File excel di lavoro relativo al Business Plan di ANTARES per gli anni 2018-2021;
- Business Plan di ANTARES contenente le previsioni economiche e patrimoniali consolidate per gli anni 2018-2021 (“Business Plan”), approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 18 dicembre 2018;
- Documento “Valuation Material” emesso da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., in qualità di *financial advisor* di ALP.I, al 30 novembre 2018 elaborato a supporto delle valutazioni e delle determinazioni dei Consigli di Amministrazione del 18 dicembre 2018;
- Documenti di sintesi dell’andamento delle quotazioni di borsa delle Azioni e dei Warrant ALP.I;
- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di ALP.I sul valore di liquidazione a favore dei Soci Recedenti, emessa ai sensi dell’art. 2437-ter C.C. in data 18 dicembre 2018;
- Parere emesso dalla società di Revisione Pricewaterhousecoopers S.p.A. in data 18 dicembre 2018 in merito alla congruità del valore di liquidazione assegnato ai Soci Recedenti di ALP.I ai sensi dell’art. 2437-ter C.C.;

- Visure Camerali Ordinarie delle Società partecipanti alla Fusione;
- Ulteriori dati ed informazioni di carattere contabile, economico-patrimoniale, finanziario, gestionale e strategico ottenute dalle direzioni delle Società partecipanti alla Fusione.

Le Società partecipanti alla Fusione, ai fini della predisposizione della presente Relazione, 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.

Su detta documentazione lo scrivente non ha svolto alcuna procedura di verifica circa la veridicità, accuratezza e completezza dei dati forniti.

Si è, infine, ottenuto, dai legali rappresentanti di ALP.I e di ANTARES, attestazione circa la veridicità e correttezza delle scritture contabili alla data di riferimento e che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute, alla data della presente Relazione, modifiche significative ai dati, alle informazioni ed alle circostanze prese in considerazione nello svolgimento delle analisi, tali da modificare le conclusioni della presente Relazione.

4. Metodologia di valutazione adottata dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

4.1 Aspetti generali

La Fusione comporterà l'emissione da parte di ANTARES, post Trasformazione in società per azioni, di nuove azioni da assegnare agli aventi diritto in cambio delle azioni di ALP.I da questi detenute, che saranno annullate.

Ai fini della determinazione del numero di azioni ANTARES da assegnare agli aventi diritto nell'ambito della Fusione, sono state effettuate apposite valutazioni, da parte degli Amministratori di ALP.I ed ANTARES, tenendo altresì in considerazione le difficoltà e le peculiarità del caso di specie.

Gli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio in esito ad una ponderata valutazione del valore dei capitali economici di entrambe le Società, tenendo conto della natura dell'Operazione Rilevante ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati ed accreditati dalla prassi professionale e dalla più autorevole dottrina in materia, per operazioni di tale natura, in relazione alle imprese operanti negli specifici ambiti di attività contemplati ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna fattispecie.

Le società coinvolte in un'operazione di fusione devono essere valutate con criteri tali da ottenere risultati omogenei e pienamente confrontabili. Nel caso in esame, vista la differente natura delle due società oggetto di valutazione, gli Amministratori hanno optato per l'adozione di metodi che, seppur diversi, permettano di giungere a risultati confrontabili. Le valutazioni ottenute, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante del capitale economico delle Società partecipanti alla fusione.

Di prassi, le società devono essere valutate separatamente e in ipotesi di autonomia, ovvero a prescindere da considerazioni sugli effetti che la Fusione potrà determinare sulla *combined entity* quali, ad esempio, sinergie derivanti dalla prospettata integrazione od effetti sulla quotazione di mercato della società dopo la Fusione. I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale, ovvero in prospettiva *stand alone*, e quindi improntati alla determinazione del valore relativo di ciascuna società indipendentemente dalla *business combination*.

Le valutazioni sono riferite alla data del 30 settembre 2018, assunta come data di riferimento (“**Data di Riferimento**”) per la Fusione ai sensi dell'art. 2501-*quater* del C.C. per entrambe le Società.

4.2 Valutazione di ALP.I

Ai fini della determinazione del capitale economico di ALP.I, gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il metodo del NAV (*Net Asset Value*) che determina il valore del capitale economico come somma del *fair value* delle attività e passività possedute. Il valore assunto alla base della valutazione, quindi, è 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.

Il metodo del NAV è comunemente utilizzato nella valutazione di società per le quali il patrimonio costituisce l'elemento preponderante del valore dell'azienda e, nel caso specifico di ALP.I, trova conferma nella particolare

natura della società, che si configura quale veicolo di investimento (SPAC) e il cui *asset* principale è costituito dalla rilevante liquidità raccolta al momento della quotazione sul mercato AIM e vincolata all'Operazione Rilevante.

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

Gli Amministratori precisano che l'ammontare della liquidità risultante alla data di efficacia della Fusione potrebbe variare, rispetto a quanto iscritto nella situazione patrimoniale al 30 settembre 2018, in dipendenza dell'importo dell'esborso che ALP.I dovrà eventualmente sostenere per acquistare le Azioni Ordinarie ALP.I oggetto dell'eventuale esercizio del Diritto di Recesso, non acquistate in opzione dai soci di ALP.I ai sensi dell'art. 2437-*quater*, commi da 1 a 3, C.C.

Si precisa che il valore riconosciuto ai Soci Recedenti risulta pari a Euro 10,00 per ciascuna azione ordinaria, valore confermato sia dal Collegio Sindacale di ALP.I, sia dalla Società di Revisione incaricata della revisione legale del bilancio di ALP.I (Pricewaterhousecoopers S.p.A), come risultante dai rispettivi pareri emessi in data 18 dicembre 2018.

Gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione del 100% del capitale di ALP.I, alla Data di Riferimento, pari ad Euro 100.000.000,00.

Tuttavia, ai fini dell'Operazione Rilevante si considera un Equity Value pari ad Euro 70.000.000,00, posto che i residui Euro 30.000.000,00 sono destinati al rimborso degli eventuali Soci Recedenti e, per la differenza, alla già citata Distribuzione del Dividendo.

4.3 Valutazione di ANTARES

Ai fini della determinazione del capitale economico di ANTARES, gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il metodo dei Multipli di Mercato, che consiste nell'applicare ad alcune grandezze economico-finanziarie del *business* o delle aree di attività oggetto di valutazione (quali ad esempio il fatturato, il margine operativo lordo, il risultato operativo o il risultato netto) dei parametri (moltiplicatori appunto) derivanti dal rapporto tra (i) capitalizzazione di mercato, ovvero, a seconda dei casi, *Enterprise Value* (definito come somma della capitalizzazione di mercato e della posizione finanziaria netta), e (ii) specifiche grandezze economico-finanziarie o operative, storiche e prospettive, di un campione di società comparabili.

I moltiplicatori così determinati sono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze delle società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valore coerente con i valori di mercato delle società comparabili.

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 la 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.

Non esistono società quotate, in Italia o all'estero, perfettamente comparabili con ANTARES. Tuttavia, gli Amministratori hanno costruito un campione dotato di un adeguato grado di comparabilità.

Nel caso specifico, in sintonia con i risultati emersi dall'analisi effettuata da Mediobanca ("*Valuation Material*"), gli Amministratori hanno proceduto come segue:

- sono stati selezionati due campioni:
 1. un campione di 7 società quotate (di cui 6 estere ed una italiana), di dimensioni variabili, operanti nel settore specifico del *Track & Trace* e *Vision Inpection*, e che presentano caratteristiche tali da renderle almeno parzialmente comparabili ad ANTARES, in particolare un simile *trand* di crescita;
 2. un campione di 4 società quotate italiane di dimensione medio-piccola operanti nel più ampio settore dell'*Information Technology*, in assenza di *competitors* nazionali operanti in via esclusiva nel settore specifico;
- i multipli sono stati calcolati sulla base delle caratteristiche proprie del settore e dell'attuale contesto di mercato;
- sono stati selezionati quali multipli maggiormente significativi l'EV/EBIT e il P/E:
 - a) L'EV/EBIT indica il rapporto tra l'*Enterprise Value* e tutti i profitti, operativi e non, prima della deduzione di interessi passivi e tasse. Nel caso di specie è stato preferito quale denominatore l'EBIT e non l'EBITDA, per evitare che differenti politiche di capitalizzazione dei costi di *R&D*, rilevanti nel settore oggetto di indagine, potessero influire in modo significativo sull'indicatore medesimo. Infatti, ANTARES non è solita capitalizzare le spese di *R&D*, e, conseguentemente, l'EBIT e l'EBITDA sono pressoché sovrapponibili. Al contrario, alcune società, anche del campione di riferimento prescelto, presentano una differente struttura patrimoniale con forte capitalizzazione in particolare dei costi di *R&D*, con conseguenti riflessi sui valori di EBIT ed EBITDA;
 - b) Il P/E, ovvero il *Price-Earnings*, indica il rapporto tra il prezzo di un'azione e l'utile a questa associata.

Quanto all'orizzonte temporale si è utilizzato un orizzonte relativamente breve, costituito dal biennio 2018 – 2019. Ciò ha permesso in parte di lavorare sui dati a consuntivo ed in parte sui dati prospettici. La naturale alea correlata al dato prospettico è stata contenuta dalla limitazione dell'orizzonte temporale.

Ai fini dell'individuazione dell'intervallo valutativo, gli Amministratori, pertanto, mutuando i risultati emersi dall'analisi effettuata da Mediobanca ("*Valuation Material*") in qualità di *financial advisor* di ALP.I e a supporto del Consiglio di Amministrazione di ALP.I, hanno utilizzato i valori medi e mediani delle metriche sopra descritte, calcolati per il campione di riferimento. Nel dettaglio:

- **EV/EBIT 2018 variabile tra 17.3x e 18.6x**
- **EV/EBIT 2019 variabile tra 15.5x e 16.5x**
- **P/E 2018 variabile tra 21.4x e 24.4x**
- **P/E 2019 variabile tra 18.6x e 21.6x**

I suddetti moltiplicatori sono stati applicati ai seguenti valori prospettici stimati di EBIT e *Net Income*:

- **EBIT 2018: €32,0m**
- **EBIT 2019: €39,0m**
- **Net Income 2018: €20,7m**
- **Net Income 2019: €25,3m**

All'*Enterprise Value* risultante gli Amministratori hanno quindi sommato algebricamente il valore della posizione finanziaria netta dell'azienda calcolato alla Data di Riferimento.

Sulla scorta della valutazione effettuata gli Amministratori sono pervenuti ad un *Enterprise Value*, determinato mediante l'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato, ed optando per la più bassa tra le due valorizzazioni mediane all'interno dell'area di valorizzazione all'uopo identificata (compresa tra Euro 450.000.000,00 ed Euro 600.000.000,00), pari ad Euro 500.000.000,00 milioni, al quale è stato sommato l'ammontare del *Net Cash* dell'azienda alla Data di Riferimento, ammontante ad Euro 28.754.000,00, giungendo così ad un valore complessivo di ANTARES pari ad **Euro 528.754.000,00**.

4.4 Sensitivity Analysis sulla Valutazione di ANTARES

Preso atto del carattere aleatorio delle previsioni prospettiche 2018 – 2019, seppur tale incertezza sia da considerarsi, nel caso di specie, limitata in quanto il 2018 risulta pressoché confermato dall'andamento della Società nel corso degli ultimi mesi e che, sulla scorta delle dichiarazioni rese dal Management, il fondamento delle previsioni prospettiche 2019 è rappresentato da ordini già in portafoglio con visibilità a 11 mesi circa, si è ritenuto opportuno effettuare una *sensitivity analysis* al fine di verificare se una variazione in diminuzione dei parametri utilizzati nel contesto della valutazione comportasse significativi scostamenti.

Il prospetto utilizzato dagli Amministratori è il seguente:

MULTIPLIO	ENTERPRISE VALUE						NOTE
EV/EBIT 2018E							Valore di riferimento EBIT 2018 32,0 €m Full Panel: 17,3x - 18,6x Enterprise value compreso tra €m 553,6 e €m 595,2
EV/EBIT 2019E							Valore di riferimento EBIT 2019 39,0 €m Full Panel: 15,5x - 16,5x Enterprise value compreso tra €m 604,5 e €m 643,5
P/E 2018E							Valore di riferimento NET Profit 2018 20,7 €m Full Panel: 21,4x - 24,4x Enterprise value compreso tra €m 414,2 e €m 476,3
P/E 2019E							Valore di riferimento NET Profit 2019 25,3 €m Full Panel: 18,6x - 21,6x Enterprise value compreso tra €m 441,8 e €m 517,7
Enterprise Value	400,0	450,0	500,0	550,0	600,0	650,0	
Net Deb / Cash	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	
Equity Value	428,8	478,8	528,8	578,8	628,8	678,8	
Enterprise Value convenzionale €m 500,0							
Enterprise Value medio €m 530,8							

Applicando i seguenti fattori correttivi:

- Diminuzione del 5% dei valori di EBIT e NET Profit 2018
- Diminuzione del 10% dei valori di EBIT e NET Profit 2019

i dati contenuti nel prospetto sopra esposto subiscono le seguenti variazioni:

MULTIPLO	ENTERPRISE VALUE						NOTE
EV/EBIT 2018E							Valore di riferimento EBIT 2018 30,4 €m /stress test -5% Full Panel: 17,3x - 18,6x Enterprise value compreso tra €m 525,9 e €m 565,4
EV/EBIT 2019E							Valore di riferimento EBIT 2019 35,1 €m /stress test -10% Full Panel: 15,5x - 16,5x Enterprise value compreso tra €m 544,1 e €m 579,2
P/E 2018E							Valore di riferimento NET Profit 2018 19,7 €m /stress test -5% Full Panel: 21,4x - 24,4x Enterprise value compreso tra €m 392,0 e €m 451,0
P/E 2019E							Valore di riferimento NET Profit 2019 22,8 €m /stress test -10% Full Panel: 18,6x - 21,6x Enterprise value compreso tra €m 394,7 e €m 463,0
Enterprise Value	400,0	450,0	500,0	550,0	600,0	650,0	
Net Deb / Cash	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	
Equity Value	428,8	478,8	528,8	578,8	628,8	678,8	
Enterprise Value convenzionale €m 500,0							
Enterprise Value medio €m 494,5							

Alla luce di quanto emerge dal prospetto sopra esposto non si rilevano criticità.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

In ossequio al disposto dell'art. 2501-*quinquies* C.C., gli Amministratori hanno evidenziato le seguenti difficoltà riscontrate, sotto il profilo valutativo, in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio.

5.1 Elementi di difficoltà riscontrati in riferimento alla valutazione di ALP.I

- La quotazione delle azioni ALP.I al listino AIM si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato; in considerazione di ciò, dopo aver svolto le dovute analisi, 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.

5.2 Elementi di difficoltà riscontrati in riferimento alla valutazione di ANTARES

- L'applicazione del metodo dei Multipli di Mercato, prescelta per la valutazione di ANTARES, presuppone la formulazione di stime alla base dei dati economici prospettici, che sottendono, per loro natura, elementi di incertezza. Pertanto, eventuali scostamenti che si manifestassero, in futuro, tra i risultati previsti e quelli effettivi potrebbero avere effetti anche significativi sulle stime proposte.
- I moltiplicatori utilizzati per la valutazione di ANTARES con il metodo dei Multipli di Mercato sono calcolati sulla base dei prezzi di mercato dei titoli delle società del settore identificate: nonostante lo sforzo di individuare società comparabili sotto diversi profili, la comparabilità, in particolare del portafoglio prodotti e servizi è sempre limitata; conseguentemente, l'inclusione/esclusione di alcune società potrebbe influenzare, anche significativamente, le valutazioni effettuate.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni

Gli Amministratori di ALP.I e ANTARES, sulla base dei risultati del metodo del NAV, al termine del processo negoziale, hanno ritenuto di attribuire al 100% del capitale di ALP.I, ai fini della Fusione, un valore pari ad Euro 100.000.000,00, suddiviso in n. 10.000.000 Azioni Ordinarie di valore unitario pari ad Euro 10,00 oltre a n. 300.000 Azioni Speciali prive di valore nominale espresso.

Gli Amministratori di ALP.I e ANTARES, sulla base dei risultati del metodo dei Multipli di Mercato, al termine del processo negoziale, hanno ritenuto di attribuire al 100% del capitale di ANTARES, ai fini della Fusione, un valore pari ad Euro 528.754.000,00, coerente con il *range* di valori identificati tramite la citata metodologia di valutazione. All'esito della prevista trasformazione di ANTARES in società per azioni, verranno pertanto emesse massime n. 52.875.400 Azioni Ordinarie prive di valore nominale espresso e di valore economico unitario pari ad Euro 10,00. Il numero delle Azioni potrà variare a seconda dell'*equity value* di ANTARES come eventualmente diminuito dai *leakages*.

Con riferimento alla eventuale considerazione dei possibili effetti diluitivi degli strumenti di capitale attualmente in circolazione (Azioni Speciali ALP.I e Warrant ALP.I), si rimanda a quanto riportato nel successivo paragrafo 9. Ciò premesso, l'Operazione Rilevante prevede che l'Assemblea dei soci ALP.I, autorizzi l'utilizzo delle somme vincolate nelle seguenti misure:

- Euro 70.000.000,00 ai fini della Fusione;
- Euro 30.000.000,00, corrispondente al 30% delle Somme Vincolate, soglia massima dell'eventuale esercizio del Diritto di Recesso senza che si verifichi la Condizione Risolutiva, da corrispondersi agli azionisti che abbiano esercitato il Diritto di Recesso e, per la differenza, agli azionisti sotto forma di Distribuzione del Dividendo.

Pertanto, per effetto delle deliberazioni assunte nel corso della suddetta Assemblea e degli effetti derivanti dalla Distribuzione del Dividendo, il numero di Azioni Ordinarie ALP.I, rilevante ai fini della Fusione, risulterà essere pari ad un numero compreso tra:

- a) n. 7.000.000 Azioni Ordinarie di valore unitario pari ad Euro 10,00, oltre a n. 300.000 Azioni Speciali prive di valore nominale espresso, nel caso di esercizio nella misura massima tollerabile del Diritto di Recesso;
- b) n. 10.000.000 Azioni Ordinarie di valore unitario pari ad Euro 7,00, oltre a n. 300.000 Azioni Speciali prive di valore nominale espresso, nel caso di assenza di recessi e quindi di Distribuzione del Dividendo nella misura massima.

Pertanto, l'eventuale esercizio del Diritto di Recesso non determina alcuna variazione dell'*equity value* di ALP.I, traducendosi esclusivamente in una variazione del numero delle Azioni Ordinarie ALP.I e, conseguentemente, in una variazione del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori delle Società, nel Progetto di Fusione, prevedono di apportare correttivi ai suddetti *equity value* nel caso si verificassero significative variazioni dei valori patrimoniali alla data della Fusione rispetto ai valori di

riferimento al 30.09.2018 (“Correttivi”):

- Variazione della situazione finanziaria netta di ANTARES per effetto di eventuali pagamenti effettuati dalla medesima o da altre società del gruppo, diversi da taluni pagamenti espressamente consentiti dall’Accordo Quadro stesso (c.d. *Leakages*): il Rapporto di Cambio dovrà tenere conto del conseguente minor *equity value* di ANTARES, determinato secondo la seguente formula:

$$\mathbf{EV\ ANTARES\ AGGIORNATO = EV\ ANTARES\ BASE - IMPORTO\ DEI\ LEAKAGES}$$

- Variazione in diminuzione del patrimonio netto contabile di ALP.I e/o variazione del valore degli *asset* diversi dalle disponibilità liquide, dai crediti IVA e dalle imposte differite attive di ALP.I per un importo superiore ad Euro 500.000,00: il Rapporto di Cambio dovrà tenere conto del conseguente aggiustamento del patrimonio netto contabile di ALP.I, determinato secondo la seguente formula:

$$\mathbf{PN\ ALP.I = PN\ ALP.I\ BASE + (VALORE\ ASSET\ DIVERSI\ DA\ CASSA\ BASE - VALORE\ ASSET\ DIVERSI\ DA\ CASSA\ AGGIORNATO) + (PN\ ALP.I\ AGGIORNATO - PN\ ALP.I\ BASE)}$$

L’Accordo Quadro prevede l’utilizzo ante Fusione di Euro 20.000.000,00 delle Somme Vincolate ALP.I per l’acquisizione da Regolo di n. 2.000.000 di Azioni Ordinarie ANTARES.

All’atto di Fusione pertanto il valore delle due Società partecipanti, in assenza di Correttivi, sarà il seguente:

- ALP.I pari ad € 70.000.000,00 così composto:
 - € 47.000.000 corrispondenti al residuo delle Somme Vincolate all’Operazione Rilevante all’esito di quanto sopra,
 - € 20.000.000 pari a n. 2.000.000 di Azioni Ordinarie ANTARES acquistate;
 - € 3.000.000 corrispondenti al valore delle n. 300.000 Azioni Speciali.
- ANTARES pari ad € 528.754.000,00 suddiviso in massime n. 52.875.400 Azioni Ordinarie del valore nominale di € 10,00 cadauna (quanto a n. 42.866.892 detenute da Regolo, n. 8.008.508 detenute da Sargas e n. 2.000.000 detenute da ALP.I).

Con la Fusione ANTARES aumenta il proprio capitale sociale di complessivi Euro 50.000.000,00, tra nominale e sovrapprezzo, corrispondente all’apporto finanziario di ALP.I (esclusa la parte costituita da Azioni ANTARES), con conseguente emissione di n. 5.000.000 azioni del valore nominale di € 10,00 cadauna.

- n. 4.700.000 Azioni Ordinarie ANTARES a fronte di un aumento di capitale scindibile di Euro 47.000.000,00 con emissione di azioni ordinarie ANTARES al servizio del concambio delle Azioni Ordinarie ALP.I secondo il Rapporto di Cambio;
- n. 300.000 Azioni Speciali ANTARES a fronte di aumento di capitale scindibile di Euro 3.000.000,00 con emissione di Azioni Speciali ANTARES al servizio del concambio delle Azioni Speciali ALP.I in rapporto 1:1.

Oltre a ciò si prevede l'aumento di capitale sociale di ANTARES post Fusione per € 11.895,90, riservato ai sensi dell'art. 2441, comma 5, C.C. alla sottoscrizione di Regolo e Sargas, con conseguente emissione di n. 1.189.590 Azioni *Performance* di categoria "C" destinate a Regolo e Sargas.

Con riferimento alla eventuale considerazione dei possibili effetti diluitivi delle Azioni *Performance* di categoria "C" destinate a Regolo e Sargas, si rimanda a quanto riportato nel successivo paragrafo 9.

Alla luce di tutto quanto precede, il Rapporto di Cambio delle Azioni Ordinarie ALP.I in Azioni Ordinarie ANTARES è determinato dalla seguente formula:

AZIONI ORDINARIE ALP.I ANTE-FUSIONE

AZIONI ANTARES IN CONCAMBIO

dove:

Azioni Ordinarie ALP.I Ante-Fusione indica il numero di Azioni Ordinarie ALP.I risultante a seguito dell'esercizio del Diritto di Recesso;

Azioni Antares in Concambio indica il numero di Azioni Ordinarie Antares da emettersi ai fini del concambio, ottenuto applicando la seguente formula:

AZIONI ANTARES

$$(1 - \%AUCAP) + \text{NUMERO AZIONI ACQUISITE} - \text{AZIONI ANTARES}$$

dove:

%Aucap indica il numero risultante dall'applicazione della seguente formula:

$$\text{AUCAP} / (\text{EQUITY VALUE ANTARES AGGIORNATO} + \text{AUCAP})$$

ottenendo il valore "Aucap" dall'applicazione della seguente formula:

$$\text{PN ALPI FINALE} - \text{VALORE AZIONI SPECIALI (PARI A EURO 3.000.000,00)} - \text{VALORE AZIONI ACQUISITE} \\ (\text{PARI A EURO 20.000.000,00})$$

Le seguenti tabelle sintetizzano il Rapporto di Cambio in funzione di quanto sino ad ora illustrato.

La prima tabella illustra come varia il Rapporto di Cambio, in assenza di correttivi e quindi nell'ipotesi di assenza di *leakages*, per ANTARES, ed in assenza di *asset* non liquidi in misura eccedente l'importo concordato pari ad Euro 500.000,00, ovvero in assenza di diminuzioni del patrimonio netto, per ALP.I.

Si sono formulate le due ipotesi estreme:

- (a) assenza di recessi e quindi distribuzione del dividendo per Euro 30.000.000,00, nella colonna di sinistra denominata "DISTRIBUZIONE DIVIDENDO",
- (b) recessi nella misura massima consentita pari al 30% delle azioni in circolazione meno un'azione, per Euro 29.999.990,00, e quindi assenza di dividendo, nella colonna di destra denominata "MASSIMO RECESSO TOLLERABILE".

SITUAZIONE DI BASE

	DISTRIBUZIONE DIVIDENDO	MASSIMO RECESSO TOLLERABILE
ANTARES		
Equity Value Base Antares (€)	€ 528.754.000	€ 528.754.000
n. Azioni Antares = Equity Value Antares Aggiornato / 10	52.875.400	52.875.400
ALP.I		
Patrimonio Netto Alpi Base (€)	€ 70.000.000	€ 70.000.000
n. Azioni Ordinarie ALP.I Ante-Fusione	10.000.000	7.000.000
Valore Azioni Speciali (€)	€ 3.000.000	€ 3.000.000
Valore Azioni Acquisite (€)	€ 20.000.000	€ 20.000.000
n. Azioni ANTARES Acquisite da REGOLO	2.000.000	2.000.000
PN Alpi destinato all'aumento di capitale nell'ambito della Fusione (€)	€ 50.000.000	€ 50.000.000
OPERAZIONE RILEVANTE		
Aucap = Patrimonio Netto Alpi Finale - Valore Azioni Speciali - Valore Azioni Acquisite (€)	€ 47.000.000	€ 47.000.000
%Aucap = Aucap / (Equity Value Antares Aggiornato + Aucap)	8,16%	8,16%
%Acquisto = (Valore Azioni Acquisite / Equity Value Antares Aggiornato) * (1 - %Aucap)	3,47%	3,47%
%Totale = %Aucap + %Acquisto	11,64%	11,64%
Azioni AV in Concambio = Azioni Antares / (1 - %Aucap) + Numero Azioni Acquisite - Azioni Antares	6.700.000	6.700.000
Rapporto di Cambio (n. di azioni ordinarie ALP.I per ogni azione ordinaria ANTARES)	1,4925	1,0448
Rapporto di Cambio (n. di azioni ordinarie ANTARES per ogni azione ordinaria ALP.I)	0,6700	0,9571

Nelle due ipotesi considerate il Rapporto di Cambio varia da 1,4925 a 1,0448 vecchie azioni ALP.I per ciascuna nuova azione ANTARES.

La seconda tabella illustra come varia il Rapporto di Cambio, nel caso (a) della prima tabella (assenza di recessi e quindi distribuzione del dividendo per Euro 30.000.000,00), in presenza di correttivi e, quindi, nell'ipotesi di presenza di *leakages*, per ANTARES, e/o in presenza di *asset* non liquidi in misura eccedente l'importo concordato pari ad Euro 500.000,00, e/o in caso di diminuzioni del patrimonio netto, per ALP.I.

Si sono formulate le seguenti tre ipotesi:

- (i) assenza di correttivi, per ANTARES, e presenza di *asset* non liquidi eccedenti l'importo concordato, per Euro 500.000,00, e minor valore del patrimonio netto per ulteriori Euro 500.000,00, per ALP.I, nella colonna di sinistra denominata "AGGIUSTAMENTO ALP.I";
- (ii) presenza di *leakages* in misura pari ad Euro 3.754.000,00 (importo frutto di mera ipotesi), per ANTARES, e assenza di correttivi, per ALP.I, nella colonna centrale denominata "AGGIUSTAMENTO ANTARES";
- (iii) presenza di *leakages* in misura pari ad Euro 3.754.000,00, per ANTARES, e presenza di *asset* non liquidi eccedenti l'importo concordato, per Euro 500.000,00, e minor valore del patrimonio netto per ulteriori Euro 500.000,00, per ALP.I, nella colonna di destra denominata "AGGIUSTAMENTO ALP.I+ANTARES".

SITUAZIONE CON CORRETTIVI in assenza di recesso

	AGGIUSTAMENTO ALP.I	AGGIUSTAMENTO ANTARES	AGGIUSTAMENTO ALP.I+ANTARES
ANTARES			
Equity Value Base Antares (€)	€ 528.754.000	€ 528.754.000	€ 528.754.000
Importo dei Leakages (€)		-€ 3.754.000	-€ 3.754.000
Equity Value Antares Aggiornato = Equity Value Base Antares - Importo dei Leakages (€)	€ 528.754.000	€ 525.000.000	€ 525.000.000
n. Azioni Antares = Equity Value Antares Aggiornato / 10	52.875.400	52.500.000	52.500.000
ALP.I			
Patrimonio Netto Alpi Base (€)	€ 70.000.000	€ 70.000.000	€ 70.000.000
Valore Asset Diversi da Cassa eccedenti l'importo concordato (€)	-€ 500.000		-€ 500.000
Rettifica negativa del Patrimonio Netto Alpi al Closing (€)	-€ 500.000		-€ 500.000
Patrimonio Netto Alpi Finale (€)	€ 69.000.000	€ 70.000.000	€ 69.000.000
n. Azioni Ordinarie ALP.I Ante-Fusione	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Valore Azioni Speciali (€)	€ 3.000.000	€ 3.000.000	€ 3.000.000
Valore Azioni Acquisite (€)	€ 20.000.000	€ 20.000.000	€ 20.000.000
n. Azioni ANTARES Acquisite da REGOLO	2.000.000	2.000.000	2.000.000
PN Alpi destinato all'aumento di capitale nell'ambito della Fusione (€)	€ 50.000.000	€ 50.000.000	€ 50.000.000
OPERAZIONE RILEVANTE			
Aucap = Patrimonio Netto Alpi Finale - Valore Azioni Speciali - Valore Azioni Acquisite (€)	€ 46.000.000	€ 47.000.000	€ 46.000.000
%Aucap = Aucap / (Equity Value Antares Aggiornato + Aucap)	8,00%	8,22%	8,06%
%Acquisto = (Valore Azioni Acquisite / Equity Value Antares Aggiornato) * (1 - %Aucap)	3,48%	3,50%	3,50%
%Totale = %Aucap + %Acquisto	11,48%	11,71%	11,56%
Azioni AV in Concambio = Azioni Antares / (1 - %Aucap) + Numero Azioni Acquisite - Azioni Antares	6.600.000	6.700.000	6.600.000
Rapporto di Cambio (n. di azioni ordinarie ALP.I per ogni azione ordinaria ANTARES)	1,5152	1,4925	1,5152
Rapporto di Cambio (n. di azioni ordinarie ANTARES per ogni azione ordinaria ALP.I)	0,6600	0,6700	0,6600

Nelle tre ipotesi considerate il Rapporto di Cambio varia da 1,5152 (prima e terza ipotesi) a 1,4925 (seconda ipotesi) vecchie azioni ALP.I per ciascuna nuova azione ANTARES.

La terza tabella illustra come varia il Rapporto di Cambio, nel caso (b) della prima tabella (recessi nella misura massima consentita pari al 30% delle azioni in circolazione meno un'azione, per Euro 29.999.990,00, e quindi assenza di dividendo), in presenza di correttivi e, quindi, nell'ipotesi di presenza di *leakages*, per ANTARES, e/o in presenza di *asset* non liquidi in misura eccedente l'importo concordato pari ad Euro 500.000,00, e/o in caso di diminuzioni del patrimonio netto, per ALP.I.

Si sono formulate le medesime tre ipotesi già illustrate per la precedente tabella:

- (i) assenza di correttivi, per ANTARES, e presenza di *asset* non liquidi eccedenti l'importo concordato, per Euro 500.000,00, e minor valore del patrimonio netto per ulteriori Euro 500.000,00, per ALP.I, nella colonna di sinistra denominata "AGGIUSTAMENTO ALP.I";
- (ii) presenza di *leakages* in misura pari ad Euro 3.754.000,00 (importo frutto di mera ipotesi), per ANTARES, e assenza di correttivi, per ALP.I, nella colonna centrale denominata "AGGIUSTAMENTO ANTARES";
- (iii) presenza di *leakages* in misura pari ad Euro 3.754.000,00, per ANTARES, e presenza di *asset* non liquidi eccedenti l'importo concordato, per Euro 500.000,00, e minor valore del patrimonio netto per ulteriori Euro 500.000,00, per ALP.I, nella colonna di destra denominata "AGGIUSTAMENTO ALP.I+ANTARES".

SITUAZIONE CON CORRETTIVI in presenza di massimo recesso

	AGGIUSTAMENTO ALP.I	AGGIUSTAMENTO ANTARES	AGGIUSTAMENTO ALP.I+ANTARES
ANTARES			
Equity Value Base Antares (€)	€ 528.754.000	€ 528.754.000	€ 528.754.000
Importo dei Leakages (€)		-€ 3.754.000	-€ 3.754.000
Equity Value Antares Aggiornato = Equity Value Base Antares - Importo dei Leakages (€)	€ 528.754.000	€ 525.000.000	€ 525.000.000
n. Azioni Antares = Equity Value Antares Aggiornato / 10	52.875.400	52.500.000	52.500.000
ALP.I			
Patrimonio Netto Alpi Base (€)	€ 70.000.000	€ 70.000.000	€ 70.000.000
Valore Asset Diversi da Cassa eccedenti l'importo concordato (€)	-€ 500.000		-€ 500.000
Rettifica negativa del Patrimonio Netto Alpi al Closing (€)	-€ 500.000		-€ 500.000
Patrimonio Netto Alpi Finale (€)	€ 69.000.000	€ 70.000.000	€ 69.000.000
n. Azioni Ordinarie ALP.I Ante-Fusione	7.000.000	7.000.000	7.000.000
Valore Azioni Speciali (€)	€ 3.000.000	€ 3.000.000	€ 3.000.000
Valore Azioni Acquisite (€)	€ 20.000.000	€ 20.000.000	€ 20.000.000
n. Azioni ANTARES Acquisite da REGOLO	2.000.000	2.000.000	2.000.000
PN Alpi destinato all'aumento di capitale nell'ambito della Fusione (€)	€ 50.000.000	€ 50.000.000	€ 50.000.000
OPERAZIONE RILEVANTE			
Aucap = Patrimonio Netto Alpi Finale - Valore Azioni Speciali - Valore Azioni Acquisite (€)	€ 46.000.000	€ 47.000.000	€ 46.000.000
%Aucap = Aucap / (Equity Value Antares Aggiornato + Aucap)	8,00%	8,22%	8,06%
%Acquisto = (Valore Azioni Acquisite / Equity Value Antares Aggiornato) * (1 - %Aucap)	3,48%	3,50%	3,50%
%Totale = %Aucap + %Acquisto	11,48%	11,71%	11,56%
Azioni AV in Concambio = Azioni Antares / (1 - %Aucap) + Numero Azioni Acquisite - Azioni Antares	6.600.000	6.700.000	6.600.000
Rapporto di Cambio (n. di azioni ordinarie ALP.I per ogni azione ordinaria ANTARES)	1,0606	1,0448	1,0606
Rapporto di Cambio (n. di azioni ordinarie ANTARES per ogni azione ordinaria ALP.I)	0,9429	0,9571	0,9429

Nelle tre ipotesi considerate il Rapporto di Cambio varia da 1,0606 (prima e terza ipotesi) a 1,0448 (seconda ipotesi) vecchie azioni ALP.I per ciascuna nuova azione ANTARES.

7. Lavoro svolto

7.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Per le finalità del presente Incarico, il sottoscritto, coadiuvato dai propri collaboratori, ha provveduto ad esaminare criticamente tutta la documentazione riportata nel precedente paragrafo 3.

Le nostre analisi si sono, inoltre, sostanziate nelle seguenti procedure:

- discussioni con il Management delle Società, al fine di rilevare gli eventi salienti che hanno caratterizzato la gestione;
- analisi critiche delle principali voci che compongono le situazioni patrimoniali redatte ai fini dell'art. 2501-*quater* C.C.;
- analisi degli scostamenti dei dati fondamentali delle situazioni patrimoniali redatte ai fini dell'art. 2501-*quater* C.C. rispetto ai medesimi dati esposti, relativamente ad ALP.I, nella relazione finanziaria semestrale al 30.06.2018, e, relativamente ad ANTARES, nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2017 e nel bilancio intermedio al 30.06.2018, assoggettati a revisione legale;
- visione delle carte di lavoro delle società di revisione incaricate della revisione legale;
- visione dei verbali dei Collegi Sindacali;
- raccolta delle informazioni, mediante discussioni con il Management delle Società partecipanti alla Fusione, in merito ad eventi successivi alla data di chiusura delle situazioni patrimoniali redatte ai fini dell'art. 2501-*quater* C.C. che possano avere effetti significativi sui criteri di valutazione adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- discussioni con il Management, al fine di comprendere in modo critico i criteri utilizzati per la redazione del Business Plan 2018-2021 di ANTARES, con particolare attenzione alla ragionevolezza delle *assumptions* a supporto dei piani previsionali nelle ipotesi di crescita, ferme restando le limitazioni correlate alle incertezze connesse ad ogni tipo di previsione e tenendo in considerazione che il Business Plan è, per sua natura, basato su assunzioni ipotetiche che non necessariamente si verificheranno, pur riflettendo le aspettative delle società coinvolte;
- svolto un'analisi di sensitività, con l'obiettivo di verificare quanto l'Equity Value di ANTARES, determinato dagli Amministratori, sia condizionato da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti ritenuti significativi.

7.2 Lavoro svolto in riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento alla specifica natura del presente Incarico abbiamo:

- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione ed ogni

elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nella specifica circostanza, a determinare i valori economici delle Società coinvolte nella Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

- analizzato e discusso con il Management delle Società partecipanti alla Fusione l'approccio e la metodologia utilizzata e, in generale, il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati, la completezza e la ragionevolezza dei parametri utilizzati dagli Amministratori, anche rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 3;
- verificato la correttezza matematica dei calcoli alla base della determinazione del Rapporto di Cambio;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo inoltre preso diretto contatto con Pricewaterhousecoopers S.p.A., in qualità di società di revisione di ALP.I, e EY S.p.A., in qualità di società di revisione di ANTARES, al fine di accertare l'assenza di rilievi degni di nota eventualmente emersi nella attività di auditing che possano in qualche modo avere effetti significativi sui criteri di valutazione adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo inoltre preso diretto contatto con il Dott. Pietro Michele Villa, in qualità di Presidente del Collegio Sindacale di ALP.I, e con il Dott. Enrico Broli, in qualità di Presidente del Collegio Sindacale di ANTARES, al fine di rilevare i fatti salienti relativi ad entrambe le Società intervenuti nel corso dell'esercizio ed eventuali altri rilievi degni di nota che possano in qualche modo avere effetti significativi sui criteri di valutazione adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo, infine, ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei legali rappresentanti di ALP.I ed ANTARES, alla data della presente Relazione, non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione utilizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

8. Commenti in merito all'adeguatezza dei metodi utilizzati ed alla validità delle stime prodotte dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio

Si ritiene opportuno sottolineare che, nelle valutazioni finalizzate ad operazioni di fusione, la finalità ultima del valutatore non consiste nell'individuazione, in termini assoluti, dei valori economici delle Società coinvolte, quanto piuttosto nella applicazione di criteri omogenei tesi a determinare valori relativi che siano comparabili nell'ottica della quantificazione del Rapporto di Cambio, tenuto altresì conto delle specificità dell'operazione in esame.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a operazioni differenti.

A tal proposito, è opportuno ricordare che tale principio non implica necessariamente che gli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione debbano adottare i medesimi criteri valutativi: nel contesto in esame, sono stati adottati criteri e parametri che tengono adeguatamente conto delle relative specificità.

Generalmente, nelle operazioni di fusione, il Rapporto di Cambio viene determinato seguendo una pluralità di metodologie elaborate dalla dottrina e nella prassi, fra le quali il valutatore opera le proprie scelte, in funzione della tipologia dell'impresa e della finalità della stima.

Per tale ragione, le valutazioni effettuate dagli Amministratori hanno valenza unicamente nello specifico contesto e prescindono dalla considerazione, nella stima del valore economico delle Società coinvolte, di attività finalizzate ad operazioni diverse da quella per la quale sono state eseguite.

Tra i criteri di valutazione di più diffusa applicazione, vi sono metodologie di carattere analitico, basate su modelli e formule, ed altre che attribuiscono prevalenza ai valori rilevati dal mercato e quindi basate su multipli dedotti da prezzi e quotazioni.

Ciò premesso, le riflessioni fondamentali relative alle metodologie di valutazione utilizzate dagli Amministratori, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà delle stime effettuate, sono di seguito illustrate:

- i metodi valutativi adottati dagli Amministratori sono comunemente accettati dalla dottrina finanziaria ed aziendale nonché dalla prassi professionale italiana ed internazionale prevalente nell'ambito di valutazioni di Società con caratteristiche analoghe ed in contesti affini a quelle oggetto della presente Relazione;
- le metodologie utilizzate appaiono adeguate nella specifica fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società coinvolte nella Fusione, della natura e tipologia delle attività svolte nonché delle informazioni disponibili;
- le metodologie, assunte per la valutazione di entrambe le Società, sono improntate ad un'ottica di omogeneità valutativa, che consenta espressione di valori comparabili, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, pur tenendo in debita considerazione le specificità di ciascuna società oggetto di valutazione;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte in ottica "*stand alone*", in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. Tali valutazioni riflettono pertanto, la situazione attuale e le prospettive future delle Società partecipanti alla Fusione, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con

essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità gestionale, senza sostanziali mutamenti di gestione o di *governance* dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questi ambiti, gli effetti economici e finanziari generati dalla Fusione, anche in termini di sinergie, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

- la valutazione del capitale economico di ALP.I è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando il metodo patrimoniale attraverso la stima del NAV. Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale ad oggi ormai consolidata in sede di valutazione di SPAC. La natura di ALP.I implica, infatti, una struttura patrimoniale costituita prevalentemente da disponibilità liquide funzionali a realizzare l'operazione di integrazione con la società *target* individuata, in linea con un oggetto sociale consistente nell'acquisizione di partecipazioni ed aggregazione con altre società. Conseguentemente, riteniamo che la scelta degli Amministratori risulti, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;
- nel caso di ALP.I, il mancato riferimento al criterio delle quotazioni di borsa, comunemente impiegato ai fini valutativi in presenza di società quotate, appare motivato dalla scarsa rappresentatività degli scambi relativi al titolo ALP.I sul mercato AIM. Alla luce delle analisi da noi svolte in relazione all'andamento dei prezzi di mercato delle azioni ALP.I, risultano nel complesso confermate le scelte effettuate dagli Amministratori sulla scarsa rappresentatività di detto criterio;
- la rettifica del valore economico di ALP.I in relazione all'eventuale superamento di un ammontare predefinito di asset non rappresentati da cassa risulta coerente con la natura dell'Operazione Rilevante, ed in particolare con la natura dell'apporto dato dalla SPAC allo sviluppo strategico della *business combination*;
- la valutazione del capitale economico di ANTARES è stata effettuata adottando un metodo "di mercato", il Metodo dei Multipli, in grado di esprimere la capacità, da parte dell'attuale scenario di mercato, di accogliere ed apprezzare i valori fondamentali della Società. La scelta di tale approccio risulta in linea con la più diffusa prassi valutativa nonché con la migliore dottrina;
- l'utilizzo della metodologia valutativa prescelta, ovvero quella dei Multipli di Mercato, che deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, è comunemente impiegata sia a livello nazionale che internazionale. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuti significativi, i multipli EV/EBIT e P/E, espressivi delle capacità della Società di generare valore. Tali moltiplicatori sono stati quindi applicati, alle rispettive grandezze economiche rinvenienti dal Business Plan 2018-2019. Al riguardo, le verifiche effettuate sui calcoli degli Amministratori e sui parametri dagli stessi utilizzati confermano, nel complesso, la correttezza e non arbitrarietà dei moltiplicatori adottati nello sviluppo del metodo;
- sebbene il criterio dei Multipli di Mercato venga spesso applicato quale metodo di controllo, rispetto a criteri di natura analitica, nel caso di specie la scelta operata dagli Amministratori appare condivisibile e non arbitraria

alla luce delle specificità e delle finalità dell'operazione all'interno della quale tale valutazione si innesta. Essendo la Fusione preordinata, come illustrato dagli Amministratori, alla successiva Ammissione della *combined entity* alle negoziazioni sul mercato borsistico, l'applicazione di metodi improntati al mercato appare condivisibile;

- abbiamo svolto verifiche sui dettagli di calcolo utilizzati dagli Amministratori, che confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà del procedimento valutativo svolto, dei differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi, nonché dei *range* di valori derivanti dallo sviluppo delle metodologie prescelte;
- nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno sviluppato specifiche considerazioni per le seguenti tipologie di strumenti finanziari che caratterizzano il capitale sociale di ALP.I:
(i) la presenza di Azioni Speciali: il rapporto di conversione gratuita attribuibile alle stesse è stato quello della parità, tenuto conto di una valutazione della Società in ottica *stand alone* che esula, pertanto, dagli effetti che si realizzeranno a seguito del perfezionamento della Fusione; (ii) la mancata considerazione dei Warrant ALP.I, convertibili in azioni ordinarie alle condizioni stabilite nel relativo Regolamento, giacché il loro esercizio avverrà successivamente alla Fusione e non inciderà in alcun modo sul Rapporto di Cambio.

L'approccio valutativo adottato, in tale frangente, dagli Amministratori, appare, nelle circostanze, opportunamente motivato e accettabile sotto un profilo tecnico, nonché in linea con la prassi valutativa recentemente adottata in fattispecie analoghe inerenti *Special Purpose Acquisition Companies*.

9. Limiti specifici incontrati ed eventuali altri aspetti di rilievo incontrati nell'espletamento del presente Incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del presente 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.

Riteniamo opportuno segnalare le seguenti limitazioni, emerse nel corso dello svolgimento del presente Incarico, in aggiunta a quanto evidenziato dagli Amministratori:

- l'utilizzo del criterio dei Multipli di Mercato per la valutazione di ANTARES ha comportato l'utilizzo di dati economici prospettici, soggetti ad un inevitabile grado di alea;
- Con riguardo alla scelta delle società componenti il campione di riferimento alla base dello sviluppo del criterio dei Multipli, si evidenzia che, nonostante lo sforzo di individuare società comparabili sotto diversi profili, la comparabilità delle stesse è sempre limitata e l'inclusione o l'esclusione, dal campione di alcune società potrebbe influenzare, anche significativamente, l'esercizio valutativo;
- i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di ANTARES sono calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società ritenute *comparables*; tuttavia, le società del campione proposto presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto ad ANTARES;
- le valutazioni effettuate sono basate su elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tener conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare, le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato conosciute alla data di effettuazione delle stesse;
- nella determinazione del numero di Azioni ALP.I, da computarsi ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, non sono stati considerati i potenziali effetti diluitivi conseguenti l'esercizio dei Warrant ALP.I, essendo tale esercizio un evento successivo al perfezionamento della Fusione, e quindi estranei alla logica *stand alone* cui sono improntate le valutazioni in esame, ed alla luce del fatto che tali Warrant risultano, sia alla data di emissione della presente Relazione sia alla data di Riferimento della Fusione, “*out of the money*” in relazione ad uno “*strike price*” di 9,5;
- nella determinazione del numero di Azioni ALP.I da computarsi ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, non sono stati considerati i potenziali effetti diluitivi rinvenienti dalla conversione delle Azioni Speciali ALP.I secondo le modalità previste dallo Statuto. A tale riguardo, evidenziamo che gli Amministratori hanno ritenuto che, essendo la conversione un elemento necessariamente successivo alla Fusione, nonché, in parte, aleatorio sia nella tempistica d'accadimento sia nella quantificazione, lo stesso non debba essere preso in considerazione. Nonostante la conversione della prima tranches di Azioni Speciali, pari ad 1/6 del totale, rappresenti un evento ragionevolmente certo, in ragione del meccanismo di automatismo previsto dal vigente Statuto, riteniamo condivisibile l'approccio seguito dagli Amministratori, in considerazione della circostanza per cui la valutazione, nella fattispecie in esame, è effettuata, come già precisato, in ottica *stand-alone*, ovvero

prescindendo dagli effetti del perfezionamento dell'Operazione Rilevante. A mero titolo informativo, si evidenzia altresì che, successivamente alla conversione della prima *tranche* di Azioni Speciali, il numero di azioni ordinarie incluso nel calcolo del valore unitario per azione di ALP.I si incrementerebbe di n. 300.000 Azioni (pari a n. 50.000 Azioni Speciali convertibili nel rapporto 1:6) con un effetto, sul valore del Rapporto di Cambio individuato, inferiore al 4,3%. Per quanto concerne, invece, le *tranche* successiva di Azioni Speciali, la conversione delle stesse non è stata presa in considerazione a fronte dell'aleatorietà dell'eventuale avveramento delle condizioni necessarie alla loro conversione;

- nella determinazione del numero di Azioni ALP.I da computarsi ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, non sono stati considerati i potenziali effetti diluitivi rinvenienti dalla emissione delle Azioni *Performance* ANTARES di categoria "C" secondo il contenuto dell'Accordo Quadro. Essendo la conversione un elemento aleatorio sia nella tempistica d'accadimento sia nella quantificazione, gli Amministratori hanno ritenuto che lo stesso non debba essere preso in considerazione. Si conviene sulla ragionevolezza e non arbitrarietà delle scelte al riguardo operate dagli Amministratori.

Tali limiti sono stati tenuti in debita considerazione nella valutazione della congruità delle metodologie utilizzate, in ottica di ragionevolezza e non arbitrarietà delle stesse.

Riteniamo inoltre opportuno segnalare i seguenti rischi, debitamente riportati nel Documento Informativo.

9.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi in capo agli Amministratori di ALP.I

Alla data odierna ALP.I ha emesso n. 300.000 Azioni Speciali ALP.I convertibili in Azioni Ordinarie ANTARES che saranno convertite nel contesto della Fusione al ricorrere delle condizioni e secondo le modalità previste dall'articolo 6 dello Statuto ALP.I.

Si rammenta che alla data odierna le Azioni Speciali ALP.I sono detenute dai Sponsor come segue:

- Mediobanca, istituzione finanziaria di cui Stefano Rangone è dirigente, detiene n. 120.000 Azioni;
- Roberto Marsella, presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato di ALP.I, detiene n. 70.000 Azioni;
- Stefano Rangone, Amministratore Delegato di ALP.I nonché dirigente di Mediobanca, detiene n. 70.000 Azioni;
- Massimo Perona, Amministratore Delegato di ALP.I con funzioni altresì di *chief financial officer* di ALP.I, detiene n. 30.000 Azioni;
- Stefano Giambelli, Amministratore Delegato di ALP.I, detiene n. 10.000 Azioni.

L'articolo 5.4 dello Statuto ALP.I prevede, tra l'altro, che, contestualmente al compimento dell'Operazione Rilevante, n. 50.000 Azioni Speciali ALP.I, pari ad 1/6 del loro ammontare, si convertiranno automaticamente in complessive n. 300.000 Azioni Ordinarie ANTARES, prevedendo che per ogni Azione Speciale ALP.I si ottengano in conversione n. 6 Azioni Ordinarie ANTARES, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale.

Secondo quanto convenuto con la sottoscrizione dell'Accordo Quadro, è inoltre prevista l'acquisizione da parte di Regolo (ovvero di altro soggetto da quest'ultima designato) da ciascuno Sponsor, proporzionalmente e per un controvalore complessivo di Euro 600.000,00, di complessive n. 60.000 Azioni Speciali ANTARES, come disciplinate dallo Statuto ANTARES Post Fusione e previamente assegnate agli Sponsor nel contesto della Fusione in concambio delle Azioni Speciali ALP.I, le quali saranno convertibili in Azioni Ordinarie ANTARES al ricorrere delle condizioni e secondo le modalità previste dallo Statuto ANTARES Post Fusione. In particolare, ai sensi dello Statuto ANTARES Post Fusione, le Azioni Speciali ANTARES si convertiranno automaticamente in Azioni Ordinarie ANTARES in ragione di n. 6 Azioni Ordinarie ANTARES per ogni Azione Speciale ANTARES, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell'entità del capitale sociale:

- i. nella misura di 1/6 del numero complessivo delle Azioni Speciali ANTARES emesse alla Data di Efficacia, il secondo giorno di borsa aperta successivo alla Data di Efficacia;
- ii. entro 60 mesi dalla Data di Efficacia, nella misura di 5/6 del numero complessivo delle Azioni Speciali ANTARES emesse alla Data di Efficacia, nel caso in cui il prezzo ufficiale delle Azioni Ordinarie ANTARES, per almeno 15 (quindici) giorni, anche non consecutivi, su 30 giorni di borsa aperta consecutivi, sia maggiore o uguale a Euro 13,50 per Azione Ordinaria ANTARES.

Il potenziale interesse economico alla conversione delle Azioni Speciali ALP.I ed alla cessione di parte di esse come sopra evidenziato, potrebbe, pertanto, aver influenzato la scelta dei sopra indicati Sponsor nell'individuare e selezionare la società *target* oggetto del potenziale investimento da parte di ALP.I.

Si segnala inoltre che, in data 25 gennaio 2018, ALP.I ha stipulato con Mediobanca, Sponsor di ALP.I e società di cui il Consigliere Stefano Rangone è dirigente, un contratto di appalto di servizi avente a oggetto, *inter alia*, l'attività di supporto nella ricerca e selezione di potenziali *target*, nonché nella strutturazione e nell'individuazione delle modalità esecutive per la realizzazione dell'Operazione Rilevante, fermo restando che il Consiglio di Amministrazione di ALP.I ha valutato in piena autonomia l'adeguatezza di ciascun potenziale *target*, la dimensione e la struttura dell'Operazione Rilevante.

9.2 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi in capo agli Amministratori di ANTARES

Alla data odierna:

- Emidio Zorzella, Presidente del Consiglio di Amministrazione ed Amministratore Delegato, detiene il 35,89% del capitale sociale di Regolo, che, a propria volta, detiene l'84,85% del capitale sociale di ANTARES;
- Massimo Bonardi, Amministratore Delegato, detiene il 35,89% del capitale sociale di Regolo, che, a propria volta, detiene l'84,85% del capitale sociale di ANTARES;
- Alioscia Berto, amministratore, detiene lo 0,87% del capitale sociale di Regolo, che, a propria volta, detiene l'84,85% del capitale sociale di ANTARES;

- Marco Costaguta, amministratore, detiene il 90% del capitale sociale di Magenta Consulting S.r.l., la quale detiene una quota inferiore all'1% del capitale sociale di Sargas, che, a propria volta, detiene il 15,15% del capitale sociale di ANTARES.

Si segnala che ai sensi dell'Accordo Quadro gli Sponsor cederanno a Regolo, o ad altro soggetto dallo stesso designato, n. 60.000 Azioni Speciali ANTARES ottenute in concambio di n. 60.000 Azioni Speciali ALP.I nel contesto della Fusione.

Pertanto, la partecipazione detenuta potrebbe risultare rilevante nell'ambito delle scelte dei sopra indicati membri del Consiglio di Amministrazione e/o i potenziali interessi economici legati alle stesse potrebbero non risultare del tutto coincidenti con quelli degli altri titolari azionisti di ANTARES o, successivamente alla Data di Efficacia, della Società Post Fusione.

Si rammenta, infine, che, a esito del perfezionamento dell'Operazione Rilevante, Regolo e Sargas, società partecipate da alcuni membri del Consiglio di Amministrazione di ANTARES, saranno titolari di Azioni Performance ANTARES e, per quanto riguarda la sola Regolo, fatto salvo il diritto di designazione di cui *infra*, di Azioni Speciali ANTARES.

In particolare:

- Regolo sarà titolare:
 - a) di n. 60.000 Azioni Speciali ANTARES, fatto salvo il diritto di designazione di cui *infra*;
 - b) di n. 1.009.367 Azioni Performance ANTARES;
- Sargas sarà titolare di n. 180.223 Azioni Performance ANTARES nonché, eventualmente, di talune Azioni Speciali ANTARES in forza del diritto di Regolo di designare la stessa quale cessionaria nel contesto dell'Acquisizione.

10. Conclusioni

Il Progetto di Fusione prevede la determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto, così come richiamato nel precedente paragrafo 6 e così sintetizzato:

- (a) in ragione della natura di “*SPAC*” di ALP.I e della conseguente struttura patrimoniale della stessa, patrimonio netto contabile di ALP.I alla Data di Efficacia pari a Euro 70.000.000,00 (“**Patrimonio Netto ALP.I Base**”) purché gli asset diversi dalle disponibilità liquide, dai crediti IVA e dalle imposte differite attive alla Data di Efficacia siano di valore non superiore a Euro 500.000,00 (“**Valore Asset Diversi Da Cassa Base**”);
- (b) *equity value* di ANTARES (“**Equity Value ANTARES Base**”) calcolato, ai fini della Fusione, in complessivi Euro 528.754.000,00 tenuto conto delle seguenti voci: (i) *enterprise value*, convenzionalmente stabilito in Euro 500.000.000,00; e (ii) liquidità di cassa, pari ad Euro 28.754.000,00;
- (c) allineamento in sede di Trasformazione del valore unitario delle Azioni Ordinarie ANTARES al valore unitario delle Azioni Ordinarie ALP.I (tenuto conto del valore economico complessivo attribuito ad ANTARES nel contesto della Fusione);
- (d) valore complessivo, pari a Euro 20.000.000,00 (“**Valore Azioni Acquisite**”), e numero, pari a 2.000.000 (“**Numero Azioni Acquisite**”), di Azioni Ordinarie ANTARES oggetto di cessione da Regolo ad ALP.I;
- (e) valore delle Azioni Speciali ANTARES, pari a Euro 3.000.000,00 (“**Valore Azioni Speciali**”).

e tenuto conto delle seguenti variabili:

- A. qualora nel periodo intercorrente tra la data del 30 settembre 2018 (data di riferimento della situazione patrimoniale *ex* articolo 2501-*quater* C.C.) e la data di stipula dell’atto di Fusione siano accertati eventuali pagamenti effettuati da ANTARES o da altre società del gruppo cui essa fa parte (“**Importo dei Leakages**”), diversi da taluni pagamenti espressamente consentiti dall’Accordo Quadro stesso, il Rapporto di Cambio dovrà tenere conto del conseguente minor *equity value* di ANTARES (“**Equity Value ANTARES Aggiustato**”), determinato secondo la seguente formula:

$$\text{Equity Value ANTARES Aggiornato} = \text{Equity Value ANTARES Base} - \text{Importo dei Leakages}$$

- B. qualora prima della data di stipula dell’atto di Fusione sia accertato che (i) il patrimonio netto contabile di ALP.I sia inferiore ad Euro 70.000.000,00 (“**Patrimonio Netto ALP.I Aggiornato**”); e/o (ii) il valore degli *asset* diversi dalle disponibilità liquide, dai crediti IVA e dalle imposte differite attive di ALP.I sia superiore ad Euro 500.000,00 (“**Valore Asset Diversi Da Cassa Aggiornato**”), il Rapporto di Cambio dovrà tenere conto del conseguente aggiustamento del patrimonio netto contabile di ALP.I (“**Patrimonio Netto Finale**”), secondo la seguente formula:

$$\text{Patrimonio Netto ALP.I Finale} = \\ \text{Patrimonio Netto di ALP.I Base} + (\text{Valore Asset Diversi Da Cassa Base} - \text{Valore Asset Diversi Da Cassa Aggiornato}) + (\text{Patrimonio Netto ALP.I Aggiornato} - \text{Patrimonio Netto ALP.I Base})$$

Alla luce di tutto quanto precede, il Rapporto di Cambio delle Azioni Ordinarie ALP.I in Azioni Ordinarie

ANTARES è determinato dalla seguente formula:

AZIONI ORDINARIE ALP.I ANTE-FUSIONE

AZIONI ANTARES IN CONCAMBIO

dove:

“**Azioni Ordinarie ALP.I Ante-Fusione**” indica il numero di Azioni Ordinarie ALP.I risultante a seguito dell’esercizio del Diritto di Recesso;

“**Azioni ANTARES in Concambio**” indica il numero di Azioni Ordinarie ANTARES da emettersi ai fini del concambio, ottenuto applicando la seguente formula:

AZIONI ANTARES

$$(1 - \%AUCAP) + \text{NUMERO AZIONI ACQUISITE} - \text{AZIONI ANTARES}$$

dove:

“**%Aucap**” indica il numero risultante dall’applicazione della seguente formula:

$$AUCAP / (\text{EQUITY VALUE ANTARES AGGIORNATO} + AUCAP)$$

ottenendo il valore “**Aucap**” dall’applicazione della seguente formula:

$$\text{PN ALPI FINALE} - \text{VALORE AZIONI SPECIALI (PARI A EURO 3.000.000,00)} - \text{VALORE AZIONI ACQUISITE} \\ (\text{PARI A EURO 20.000.000,00})$$

Infine, il Rapporto di Cambio prevede inoltre che, nel contesto della Fusione,

- (a) per ogni n. 1 Azione Speciale ALP.I sarà attribuita n. 1 Azione Speciale ANTARES;
- (b) per ogni n. 1 Warrant ALP.I sarà attribuito n. 1 Warrant ANTARES.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure precedentemente indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrato nella presente Relazione, nonché dei limiti specifici incontrati nell’espletamento dell’incarico indicati nel precedente paragrafo, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di ALP.I ed ANTARES risultino 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.

Brescia, 18 dicembre 2018.

Dott. Fabrizio Felter

