



Progetto di fusione per incorporazione di

Industrial Stars of Italy S.p.A.

in

Lu-Ve S.p.A.

**Relazione della società di revisione
sul rapporto di cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501sexies del Codice Civile**

**Relazione della società di revisione
sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi
dell'art. 2501sexies del Codice Civile**

Agli Azionisti di
Lu-Ve S.p.A.

Agli Azionisti di
Industrial Stars of Italy S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (nel seguito anche "la Fusione") di Industrial Stars of Italy S.p.A. (di seguito anche "ISI" o "Incorporanda") in Lu-Ve S.p.A. (di seguito anche "LuVe" o "Incorporante"), in data 16 febbraio 2015 siamo stati nominati dal Tribunale di Varese, su istanza congiunta di LuVe e ISI (di seguito, insieme, anche "le Società"), quale esperto comune per la redazione della relazione (di seguito "la Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni e dei warrant della società Incorporante con le azioni della società Incorporanda (di seguito "il Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501sexies del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto da LuVe e ISI il progetto di fusione per incorporazione di ISI in LuVe (di seguito "il Progetto di Fusione") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 23 marzo 2015, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito "le Relazioni degli Amministratori") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art 2501quinquies del Codice Civile il rapporto di cambio delle azioni, nonché la relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2014 di ISI, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 16 gennaio 2015, ed il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 di LuVe, approvato dall'Assemblea degli Azionisti in data 20 marzo 2015, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501quater del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di ISI e di LuVe che verranno convocate al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

Preliminarmente, gli Azionisti di ISI saranno chiamati a deliberare in Assemblea Ordinaria quanto segue:

- la proposta di autorizzazione al compimento dell'operazione di Fusione e
- come previsto dagli art. 7.3 e 15.1 dello statuto vigente di ISI, l'utilizzo delle somme depositate dagli Azionisti sul Conto Corrente Vincolato ai fini del compimento dell'operazione di Fusione e per il pagamento del valore di liquidazione delle azioni ai soci che eventualmente esercitino il diritto di recesso a seguito dell'approvazione del Progetto di Fusione e delle connesse modifiche statutarie.

2. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di ISI e LuVe idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene, inoltre, la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di ISI e di LuVe, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle due Società che non si sono avvalsi di consulenti esterni e/o di advisor nell'effettuare le proprie autonome valutazioni.

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

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

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

3. Sintesi dell'operazione

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di ISI in LuVe.

ISI è una *special purpose acquisition company* di diritto italiano, le cui azioni ordinarie sono ammesse alle negoziazioni sul mercato AIM Italia/Mercato alternativo del capitale (di seguito "AIM") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., e ha quale oggetto sociale la ricerca e la selezione di potenziali acquisizioni di partecipazioni in altre imprese e di altre forme di potenziale aggregazione della società stessa con altre imprese attraverso, ad esempio, la fusione con l'impresa selezionata, l'acquisizione di partecipazioni nell'impresa selezionata, operazioni di conferimento (l'"Operazione Rilevante") e la realizzazione dell'Operazione Rilevante. L'effettiva attuazione dell'Operazione Rilevante deve essere sottoposta alla preventiva approvazione dell'Assemblea dei Soci.

ISI ha depositato Euro 50.050.000,00, pari alle somme versate per liberare le azioni ordinarie emesse in attuazione dell'aumento di capitale deliberato in data 19 giugno 2013, su più conti correnti vincolati ad essa intestati (di seguito, congiuntamente, "il Conto Corrente Vincolato"). Secondo quanto indicato dallo Statuto dell'Incorporanda, tali somme potranno essere utilizzate, previa autorizzazione dell'assemblea, esclusivamente (i) ai fini dell'Operazione Rilevante; (ii) in caso di scioglimento e conseguente liquidazione di ISI; e (iii) ai fini della restituzione ai soci che esercitino il recesso, nei casi previsti dalla legge, come disciplinato dall'art. 8 dello statuto vigente di ISI.

LuVe è una *holding* operativa attiva nel settore della produzione e commercializzazione di scambiatori di calore, a capo di un gruppo internazionale composto da 10 società produttive, localizzate in Italia, Repubblica Ceca, Svezia, Polonia, Russia e Cina, e 6 società commerciali e 6 uffici di rappresentanza (in Europa, Asia, Medio Oriente ed Oceania), che produce e vende prevalentemente all'estero, in oltre 90 Paesi, dove realizza oltre i tre quarti del proprio fatturato.

Gli Amministratori di ISI indicano come principali caratteristiche che hanno indotto ISI ad effettuare la scelta di LuVe come società *target* con la quale compiere un'operazione di aggregazione le seguenti:

- società di impiantistica meccanica con forti posizioni concorrenziali in diverse nicchie di mercato;
- forte presenza internazionale sia in termini di vendite che di produzione;
- know-how tecnologico di grande rilievo a livello mondiale;
- buona redditività sostenuta nel tempo;
- professionalità della struttura manageriale.

Gli Amministratori di LuVe indicano nella propria relazione di accompagnamento al Progetto di Fusione le seguenti motivazioni alla base della Fusione:

- reperimento delle risorse necessarie per sostenere il miglioramento strutturale e funzionale dell'azienda e per dare seguito ai piani di sviluppo del Gruppo; in particolare, per effetto della Fusione, si renderebbero disponibili i capitali raccolti da ISI pari a Euro 50.050.000, al netto dell'esborso finanziario necessario per la liquidazione di eventuali soci che eserciteranno il Diritto di Recesso dei Soci ISI;
- accesso ad un mercato di capitali più semplificato e flessibile rispetto al mercato regolamentato principale, quale il mercato AIM;
- l'aggregazione con ISI consente a LuVe di affacciarsi al mercato dei capitali, con maggiore certezza e in tempi più rapidi rispetto al tradizionale processo di offerta sul mercato, avvalendosi del fatto che ISI ha già effettuato la raccolta del capitale di rischio nella misura sopra indicata;
- vantaggio di garantire la continuità operativa di tutte le utenze e certificazioni che assistono l'attività di LuVe.

In data 23 gennaio 2015 ISI, Giober S.r.l. e Spacrab S.r.l., quali società promotrici di ISI, LuVe, Finami S.r.l. e G4 S.r.l., quali soci di LuVe, hanno sottoscritto un accordo quadro al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni relativi alla realizzazione della Fusione (di seguito l'"Accordo Quadro").

In data 23 marzo 2015 i Consigli di Amministrazione delle due Società hanno approvato il Progetto di Fusione e predisposto le Relazioni degli Amministratori che propongono un Rapporto di Cambio pari a n. 1 azione ordinaria ISI per ogni n. 1 azione ordinaria LuVe e n. 1 azione speciale ISI per ogni n. 1 azione speciale LuVe.

Gli Amministratori precisano altresì che detto Rapporto di Cambio non avrà a variare per effetto dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci dell'Incorporanda.

I Consigli di Amministrazione delle due Società, nella stessa data, hanno conferito il mandato ai rispettivi Presidenti di convocare le Assemblee Straordinarie delle Società per le deliberazioni inerenti la Fusione.

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501^{quater} del Codice Civile, la Fusione verrà deliberata, per quanto riguarda ISI, sulla base della relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2014 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 16 gennaio 2015 mentre, per quanto riguarda LuVe, sulla base del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 approvato dall'Assemblea degli Azionisti in data 20 marzo 2015.

Il Progetto di Fusione prevede che l'Incorporante darà attuazione alla Fusione mediante:

- un aumento di capitale scindibile per massimi Euro 51.550.000,00 mediante emissione di massime n. 5.155.000 azioni a servizio del concambio delle azioni ordinarie ISI e delle azioni speciali ISI di cui massime n. 5.005.000 nuove azioni ordinarie Lu-Ve prive di indicazione del valore nominale e n. 150.000 azioni speciali Lu-Ve con diritti e privilegi equivalenti a quelli delle azioni speciali ISI;
- l'annullamento senza concambio delle eventuali azioni ordinarie ISI che, a seguito dell'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci ISI, ISI dovesse detenere alla data di efficacia della Fusione, a norma dell'art. 2504^{ter} cod. civ.;
- l'emissione di massimi n. 7.507.500 warrant LuVe, (i "Warrant LuVe"), di cui:
 - (a) n. 2.502.500 Warrant LuVe di nuova emissione da attribuire gratuitamente ai titolari dei Warrant ISI in misura di n. 1 (uno) Warrant LuVe ogni n. 1 (uno) Warrant ISI annullato di cui siano titolari alla data di decorrenza degli effetti civilistici della Fusione;
 - (b) massimi n. 2.502.500 Warrant LuVe da assegnarsi gratuitamente ai soggetti che, il giorno antecedente la data di decorrenza degli effetti civilistici della Fusione indicata nell'atto di Fusione, siano titolari di azioni ordinarie ISI (ad eccezione di quelle per le quali sia stato esercitato il diritto di recesso) in misura di n. 1 (uno) Warrant LuVe ogni n. 2 (due) azioni ordinarie ISI detenute;
 - (c) massimi n. 2.502.500 Warrant LuVe da attribuirsi gratuitamente agli azionisti LuVe in proporzione alla partecipazione dagli stessi attualmente detenuta in LuVe, in un numero pari al 50% della somma del numero di Warrant LuVe effettivamente emessi ai sensi dei precedenti punti (a) e (b), al fine di mantenere inalterato - successivamente alla Fusione - il valore economico complessivamente detenuto dagli attuali soci di LuVe;
- un ulteriore aumento di capitale scindibile per un ammontare massimo complessivo di nominali Euro 215.316,00, mediante emissione di massime numero 2.153.151 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale e con parità contabile di emissione di Euro 0,1 per ciascuna azione, da riservarsi all'esercizio della facoltà di sottoscrizione spettante ai portatori dei Warrant LuVe.

In merito ai Warrant ISI che saranno oggetto di annullamento in sede di Fusione e delle caratteristiche dei Warrant LuVe che saranno emessi in sostituzione, gli Amministratori hanno determinato i rapporti di sostituzione indicati in precedenza, considerando che la proporzione di assegnazione sulla base del Regolamento Warrant ISI rimane tale anche con riferimento ai Warrant LuVe sulla base del Regolamento Warrant LuVe e che il Rapporto di Cambio applicabile alle azioni ordinarie ISI / azioni ordinarie LuVe è pari a 1:1.

Ad esito della Fusione, lo statuto della società Incorporante sarà modificato, oltre che per riflettere le modifiche relative all'aumento del capitale sociale al servizio della Fusione, anche per recepire altre modifiche, tra cui:

- la proroga della Società fino al 2100;
- la suddivisione del capitale sociale in azioni ordinarie e azioni speciali;
- la disciplina delle azioni speciali;
- l'eliminazione di tutti i vincoli alla circolazione delle partecipazioni presenti nello Statuto vigente dell'Incorporante;

- il recepimento delle previsioni relative alle società quotate di cui al Testo Unico della Finanza ("TUF") ed ai regolamenti Consob di attuazione in materia di offerta pubblica di acquisto e di scambio obbligatoria, la cui introduzione è richiesta ai fini dell'ammissione alle negoziazioni sul sistema multilaterale di negoziazione AIM degli strumenti finanziari della società risultante dalla Fusione;
- l'adeguamento alla normativa in tema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in ossequio alle disposizioni di cui al Regolamento Emittenti AIM Italia approvato e pubblicato da Borsa Italiana S.p.A., in vista dell'ammissione alle negoziazioni sul sistema multilaterale di negoziazione AIM degli strumenti finanziari della società risultante dalla Fusione;
- l'inserimento di un ordine di priorità nella distribuzione del patrimonio netto di liquidazione in caso di scioglimento della Società, che comporti una postergazione dei soci titolari di azioni speciali.

Le modifiche statutarie di cui sopra saranno sottoposte all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di LuVe che sarà convocata per l'approvazione del Progetto di Fusione. Il testo completo della bozza di statuto dell'Incorporante post-fusione è riportato in allegato al Progetto di Fusione e sarà depositato in conformità a quanto previsto dall'art. 2501^{ter} e seguenti del Codice Civile.

L'Incorporante subentrerà nei rapporti giuridici della Incorporanda a partire dalla data in cui la Fusione avrà efficacia giuridica. Gli effetti contabili e fiscali decorreranno dal 1 luglio 2015.

La Fusione è subordinata alla condizione risolutiva che la percentuale di azioni rappresentata dagli Azionisti di ISI recedenti e, quindi, dissenzienti rispetto all'Operazione Rilevante con LuVe, risulti inferiore al 30% del capitale sociale di ISI. Il diritto di recesso compete, ai sensi degli artt. 2437 e seguenti del Codice Civile, agli azionisti ordinari dell'Incorporata che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione in quanto l'adozione di un nuovo statuto dell'Incorporante implicherà per gli azionisti ordinari di ISI: (i) un cambiamento significativo dell'attività della società cui parteciperanno in esito alla Fusione; e (ii) la proroga del termine di durata della Società al 31 dicembre 2100.

Ai fini del recesso, il valore di liquidazione delle azioni ordinarie è stato determinato dagli Amministratori di ISI ai sensi dell'art. 2437^{ter}, comma 2, del Codice Civile e in conformità al disposto dell'art. 8 dello statuto vigente di ISI e, come indicato nel Progetto di Fusione, sarà reso noto ai soci nei termini previsti dal comma 5 del medesimo articolo.

Con comunicazione in data 20 marzo 2015 inviata al Consiglio di Amministrazione di ISI, Giober S.r.l. e Spacab S.r.l., in qualità di società promotrici di ISI e azionisti titolari congiuntamente della totalità delle azioni speciali dell'Incorporanda, hanno dichiarato di rinunciare irrevocabilmente ed incondizionatamente (i) all'esercizio del diritto di recesso spettante ai medesimi in relazione alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione e, conseguentemente, (ii) alla predeterminazione del valore di liquidazione delle azioni speciali da parte del Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2437^{ter}, comma 2 del Codice Civile, e alla sua messa a disposizione ai sensi della comma 5 del medesimo articolo.

Come precisato nel Progetto di Fusione, con comunicazione inviata in data 20 marzo 2015 all'organo amministrativo di LuVe, Finami S.r.l. e G4 S.r.l., in qualità di azionisti di LuVe titolari del 100% del capitale sociale, hanno dichiarato di rinunciare irrevocabilmente ed incondizionatamente: (i) all'esercizio del diritto di recesso spettante ai medesimi in relazione alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione (ivi compresa l'approvazione del Nuovo Statuto LuVe) e, conseguentemente, (ii) alla predeterminazione del valore di liquidazione delle azioni di LuVe da parte del Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2473^{ter} comma 2, del Codice Civile e alla sua messa a disposizione ai sensi del comma 5 del medesimo articolo.

Come indicato nella Relazione degli Amministratori al Progetto di Fusione, l'operazione viene effettuata considerando che, in applicazione dell'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Consob 11971/1999 come successivamente modificato (il "Regolamento Emittenti"), trova applicazione l'ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica totalitaria; pertanto, il mutamento della compagine azionaria dell'Incorporanda a seguito della Fusione non comporterà alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di azioni ordinarie ISI sulla totalità delle azioni ordinarie medesime ammesse alle negoziazioni sull'AIM in loro possesso, qualora la delibera assembleare di Fusione di ISI sia approvata con le maggioranze previste dal citato articolo 49, comma 1, lett. g), ovvero senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi (i) dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia del 30% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società incorporante; e (ii) dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto fra loro, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto.

Come indicato nel Progetto di Fusione, gli azionisti di ISI saranno chiamati preliminarmente in Assemblea Ordinaria, per approvare:

- (i) la proposta di autorizzazione al compimento dell'Operazione Rilevante;
- (ii) la proposta di autorizzazione all'utilizzo delle somme depositate sul Conto Corrente Vincolato: (a) ai fini dell'Operazione Rilevante e (b) ai fini della restituzione ai soci che esercitino il diritto di recesso a seguito dell'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria dei soci dell'Incorporata del Progetto di Fusione con la conseguente adozione di un nuovo statuto sociale dell'Incorporante, dalle quali il diritto di recesso trae causa.

Il Progetto di Fusione è stato redatto dagli Amministratori nel presupposto che, preliminarmente all'approvazione dello stesso, siano approvate dall'Assemblea Ordinaria di ISI le proposte di deliberazione sopra descritte.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente da ISI e LuVe i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, ed in particolare:

- il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori di ISI e LuVe, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 23 marzo 2015 ed indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, con riferimento alla relazione finanziaria semestrale di ISI al 31 dicembre 2014 ed al bilancio d'esercizio di LuVe al 31 dicembre 2014, il seguente rapporto di cambio:
 - n. 1 azione ordinaria ISI per ogni n. 1 azione ordinaria LuVe,
 - n. 1 azione speciale ISI per ogni n. 1 azione speciale LuVe.
- il bilancio d'esercizio al 30 giugno 2014 di ISI redatto in base ai principi contabili nazionali, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione;
- la relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2014 di ISI redatta in base ai principi contabili nazionali, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 16 gennaio 2015, corredata della relazione della Società di revisione, che costituisce la situazione patrimoniale ai sensi dell'art. 2501^{quater} del Codice Civile;
- i bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2012, 2013 e 2014 di LuVe, corredati delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione; il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014, approvato dall'Assemblea degli Azionisti del 20 marzo 2015, costituisce la situazione patrimoniale ai sensi dell'art. 2501^{quater} del Codice Civile;

- la situazione patrimoniale ed economica pro-forma al 31 dicembre 2013 e 2014 di LuVe redatta in base ai principi contabili nazionali, corredati dalle relazioni della Società di Revisione;
- lo Statuto vigente delle due Società e la bozza dello statuto della società Incorporante post-fusione allegati ai Progetti di Fusione;
- il Regolamento dei "Warrant Industrial Stars of Italy S.p.A.";
- il report di Vendor Due Diligence finanziaria relativo a LuVe predisposto da Deloitte in data 11 dicembre 2014 e successivo aggiornamento del 10 marzo 2015;
- la relazione di Due Diligence legale relativa a LuVe predisposta dallo Studio Legale Associato d'Urso, Gatti e Bianchi in data 10 marzo 2015;
- l' "Accordo Quadro" tra Industrial Stars of Italy S.p.A. e Lu-Ve S.p.A., stipulato in data 23 gennaio 2015, i relativi allegati ed addendum;
- il Documento informativo redatto ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM relativo alla Fusione;
- il piano industriale di LuVe per il periodo 2015 - 2019 predisposto dagli Amministratori ai fini della valutazione di LuVe in base al metodo del "Discounted Cash Flow" ("DCF"), trasmessoci in data 11 marzo 2015 dal Legale Rappresentante di LuVe;
- la relazione del Consiglio di Amministrazione di ISI sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti predisposta ai sensi degli artt. 2437 e 2437ter del Codice Civile, corredata del parere del Collegio Sindacale e della Società di revisione;
- l'andamento delle quotazioni di borsa ed i volumi di scambio dei titoli ISI;
- i dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le Società, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'articolo 2501sexies del Codice Civile, hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare le risultanze in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio.

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

5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Gli Amministratori delle Società coinvolte nell'operazione di fusione, in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società stesse, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti, comunque tali da ottenere risultati omogenei e pienamente confrontabili. In particolare:

- per la valutazione di LuVe, gli Amministratori delle Società hanno considerato che il vettore di valore è di natura sia reddituale che finanziario ed hanno, quindi, utilizzato sia il metodo dei moltiplicatori di mercato che il metodo del "Discounted Cash Flow" ("DCF"), rispettivamente come metodo principale e metodo di controllo;
- per la valutazione di ISI, gli Amministratori hanno reputato che il vettore di valore è principalmente di natura patrimoniale ed hanno utilizzato il metodo del "Net Asset Value" ("NAV").

Metodo dei moltiplicatori di mercato quale metodologia principale per la valutazione di LuVe

Il metodo dei moltiplicatori di mercato mira a determinare il valore di un'azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dai mercati di Borsa regolamentati relative ad aziende comparabili a quella oggetto di valutazione ed è un metodo di tipo reddituale sintetico.

L'adozione del metodo parte dal calcolo di una serie di rapporti (cosiddetti "moltiplicatori") riferibili ad un campione di aziende comparabili che siano significativi per l'analisi in questione.

I moltiplicatori esprimono la valorizzazione implicita mediante il rapporto fra i prezzi di mercato degli attivi industriali (enterprise value o EV) o del capitale economico (capitalizzazione di borsa o P) e differenti grandezze economiche che configurano l'attività aziendale e che meglio ne rappresentano la performance (quali ad esempio ricavi, EBITDA, EBIT, utile netto).

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori sul Progetto di Fusione, i rapporti così ottenuti sono stati applicati all'EBITDA 2014 del Gruppo LuVe.

Nel caso di specie, gli Amministratori indicano che i moltiplicatori utilizzati sono derivati da scambi di titoli di alcune società quotate su mercati regolamentati, osservati alla data del 31 dicembre 2013, 31 dicembre 2014 e 13 febbraio 2015. I moltiplicatori determinati dagli Amministratori fanno riferimento al coefficiente, comunemente utilizzato da investitori ed analisti, EV/EBITDA.

Gli Amministratori delle Società oggetto della Fusione hanno applicato al valore medio dei suddetti moltiplicatori, a ciascuna rilevazione temporale, il cosiddetto "sconto di liquidità" in modo da considerare la differente condizione di titoli liquidi e liquidabili quotidianamente e di titoli non liquidi, come nel caso di LuVe.

I moltiplicatori utilizzati sono risultati pari a EV/EBITDA - compreso fra 6,0 (sei virgola zero) e 7,4 (sette virgola quattro) - applicando uno sconto di liquidità compreso tra il 35% e il 45% rispetto ai *peers* ritenuti dagli Amministratori più assimilabili.

I dati a cui sono stati applicati i moltiplicatori sono quelli consuntivi per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 predisposti su base consolidata del Gruppo LUVÉ secondo i principi contabili nazionali. La posizione finanziaria netta considerata è quella consolidata del Gruppo LUVÉ al 31 dicembre 2014.

Metodo del "Discounted Cash Flow" quale metodologia di controllo per la valutazione di LuVe

Il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF") prevede l'attualizzazione dei flussi monetari attesi, incluso il valore residuo del patrimonio e la successiva rettifica per l'importo della posizione finanziaria netta.

I flussi utilizzati dagli Amministratori per la stima dell'Enterprise Value (EV) sono i Free Cash Flows cioè i flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati delle influenze dei movimenti collegati alla gestione finanziaria ed alla gestione extracaratteristica.

Nel caso di specie, gli Amministratori indicano che il metodo del DCF è stato adottato basandosi sul piano industriale di LuVe per il periodo 2015-2019 elaborato esclusivamente ai fini della Fusione sulla base di assunzioni economico-finanziarie nell'ipotesi che LuVe continui ad operare autonomamente (ipotesi *stand alone*).

Il valore residuo di LuVe è stato valutato dagli Amministratori basandosi su quello che potrebbe essere il valore di liquidazione di LuVe a fine piano, pari alla capitalizzazione perpetua del flusso finanziario stimato alla fine del periodo di previsione esplicita del piano.

Gli Amministratori hanno reputato opportuno utilizzare un tasso di attualizzazione dei flussi di cassa pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) determinato come media ponderata del costo dei mezzi propri e del capitale di terzi calcolati con riferimento ad un tasso *risk free* del 3,1%, un *equity risk premium* del 6,2% ed un *beta* di 0,96.

Rispetto alla stima dell'Enterprise Value (EV) così determinata, gli Amministratori hanno apportato una rettifica per considerare la posizione finanziaria netta consolidata del Gruppo LUVE al 31 dicembre 2014.

Metodo del "Net Asset Value" ("NAV") per la valutazione di ISI

Il metodo del Net Asset Value prevede la determinazione del valore del capitale economico di ISI in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività della Società disgiuntamente considerate. Per valore equo si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili.

Come indicato dagli Amministratori nelle relazioni sui Progetti di fusione, le attività di ISI sono costituite principalmente da disponibilità liquide nonché da crediti di natura tributaria. Le passività sono costituite principalmente da debiti di natura commerciale.

La valutazione delle disponibilità liquide e delle passività è stata determinata dagli Amministratori pari al valore nominale, che coincide con il valore contabile alla data di riferimento.

In considerazione dell'esistenza del diritto di recesso da parte degli azionisti che non concorrono all'approvazione della Fusione, gli Amministratori hanno previsto di ridurre il valore del NAV di ISI dell'esborso connesso all'esercizio di tale diritto, calcolato sulla base del prezzo di liquidazione delle azioni ISI stabilito dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile e dello Statuto; tale prezzo di liquidazione risulta pari a Euro 10,00 per azione ordinaria, moltiplicato per un numero di azioni che sarà compreso tra zero (scenario di recesso minimo) e 1.501.499 (scenario di recesso massimo).

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori di LuVe e ISI hanno evidenziato nelle loro relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- a motivo del relativamente limitato numero di scambi delle azioni ISI conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato, gli Amministratori non hanno ritenuto opportuno utilizzare, in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, i prezzi espressi da questi scambi;
- nella valutazione del Gruppo LUVE effettuata applicando il metodo DCF gli Amministratori hanno utilizzato dati economici prospettici i quali presentano, per loro natura, alcuni elementi di incertezza;
- i moltiplicatori utilizzati dagli Amministratori per la valutazione del Gruppo LUVE sono stati calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società del settore maggiormente comparabili con LuVe le quali, tuttavia, presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a LuVe.

7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori delle Società

Come precedentemente descritto, la valutazione del capitale economico delle Società partecipanti alla Fusione è stata effettuata dagli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, sulla base di metodologie idonee a considerare le differenti caratteristiche delle Società medesime; in particolare, LuVe è stata valutata applicando il metodo dei "moltiplicatori di mercato" (metodo principale) ed il metodo del "Discounted Cash Flow" (metodo di controllo), mentre ISI è stata valutata con il metodo del "Net Asset Value" ("NAV").

In applicazione delle metodologie adottate dai Consigli di Amministrazione, il valore del capitale economico attribuito alle Società partecipanti alla fusione risulta essere determinato come descritto nel seguito.

Valore del capitale economico di LuVe

Il valore del 100% del capitale economico alla data di riferimento è compreso tra circa Euro 135 milioni (centotrentacinquemilioni) e circa Euro 178 milioni (centosettantottomilioni); tale valore risulta in linea con quanto determinato secondo la metodologia di controllo adottata dagli Amministratori, ovvero un importo compreso fra circa Euro 140 milioni (centoquarantamilioni) e circa Euro 170 milioni (centosettantamilioni); pertanto, i Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla Fusione hanno ritenuto di attribuire al 100% del capitale netto di LuVe un valore di Euro 140.924.800 (centoquarantamilioninovecentoventiquattromilaottocento) corrispondente all'applicazione all'EBITDA del Gruppo LuVe risultante al 31 dicembre 2014 di un multiplo di 6,2 (sei virgola due) coerente con le risultanze sia del metodo dei moltiplicatori di mercato che del metodo del DCF.

Valore del capitale economico di ISI

Il valore del 100% del capitale economico alla data di riferimento è pari a circa Euro 51,5 milioni (cinquantunomilionicinquecentomila) nello scenario di recesso minimo (nessuna azione recedente) e pari a circa Euro 36,7 milioni (trentaseimilionisettecentomila) nello scenario di recesso massimo (ipotesi di azioni ordinarie recedenti pari a 1.501.499, pari al 30% - 1 azione del totale di questa categoria).

Al fine di pervenire alla determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori delle Società oggetto della Fusione hanno poi proceduto a calcolare il valore unitario delle azioni di LuVe e ISI.

Valore unitario delle azioni LuVe

Il capitale sociale deliberato di LuVe alla data di riferimento delle valutazioni è costituito da n. 14.092.480 azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale. LuVe non ha in circolazione strumenti potenzialmente diluitivi della base di capitale.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nelle relazioni sul Progetto di Fusione, coerentemente alla valutazione del capitale economico di LuVe come sopra determinato, il valore unitario delle azioni di LuVe proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari a Euro 10,00 (dieci virgola zero).

Valore unitario delle azioni ISI

Il capitale sociale deliberato di ISI alla data di riferimento delle valutazioni è costituito da n. 5.155.000 azioni senza valore nominale, delle quali n. 5.005.000 azioni ordinarie e n. 150.000 azioni speciali.

Delle azioni ordinarie in circolazione, un numero massimo di 1.501.499, corrispondenti al 30% -1 azione del totale di questa categoria, sono potenzialmente oggetto del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare del Progetto di Fusione.

Sono inoltre in circolazione n. 2.502.500 “Warrant Industrial Stars of Italy S.p.A.” convertibili in azioni ordinarie.

In relazione a quanto sopra, gli Amministratori hanno illustrato nelle loro relazioni al Progetto di Fusione, le considerazioni svolte in merito, evidenziando quanto segue:

- per le azioni speciali, gli Amministratori hanno considerato che queste sono prive del diritto ai dividendi deliberati fino al 28° (ventottesimo) mese successivo alla data di efficacia dell’Operazione Rilevante, e del diritto di voto durante il quale incorporano un’opzione di conversione gratuita in azioni ordinarie; pertanto, sulla base di questi elementi, e considerando che la valutazione di ISI è sviluppata secondo una logica di tipo strettamente patrimoniale, gli Amministratori stimano il valore attribuibile alle azioni speciali pari a quello delle azioni ordinarie;
- per gli effetti connessi al diritto di recesso degli azionisti ISI che non abbiano concorso all’approvazione della Fusione, il valore unitario delle azioni ISI è da calcolarsi con riferimento ad un numero di azioni ridotto del numero di azioni che saranno oggetto di riacquisto e annullamento per l’esercizio del diritto di recesso;
- per gli effetti connessi ai diritti dei Warrant e delle azioni speciali, gli Amministratori hanno tenuto conto che l’Accordo Quadro non prevede meccanismi di protezione rispetto alla diluizione derivante dalla futura conversione dei Warrant e delle azioni speciali, anche in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Considerato quanto sopra, gli Amministratori ritengono che il valore unitario convenzionalmente attribuibile all’azione ISI ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni LuVe debba essere calcolato con riferimento a n. 5.155.000 azioni ridotto del numero delle azioni che saranno riacquistate e annullate a seguito dell’esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso all’approvazione della Fusione.

Pertanto, il valore unitario delle azioni è determinato senza distinzioni di valore tra azioni ordinarie e azioni speciali e senza considerare gli effetti di diluizione che potranno derivare in futuro dall’esercizio dei Warrant e dalla conversione moltiplicativa delle azioni speciali.

Sulla base di quanto precede e tenendo conto della valutazione del capitale netto di ISI, il Consiglio di Amministrazione ha determinato, nell’ipotesi che prevede un recesso pari al 15%, che si colloca come punto centrale tra lo scenario di recesso minimo e quello di recesso massimo, il valore per azione in Euro 10,00 (dieci virgola zero zero).

Sulla base dei valori unitari delle azioni ISI e delle azioni LuVe, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio attribuendo:

- a. a LuVe un valore complessivo pari ad Euro 140.924.800 (centoquarantamilioninovecentoventiquattromilaottocento) e conseguentemente un valore unitario per azione pari ad Euro 10,00 (dieci/00); e
- b. a ISI un valore complessivo pari ad Euro 51.550.000 (cinquantunmilionicinquecentocinquantamila) e conseguentemente un valore unitario per azione pari ad Euro 10,00 (dieci/00)

così che il valore unitario delle azioni ordinarie di LuVe sia uguale al valore unitario delle azioni di ISI.

Al fine di considerare gli effetti connessi all’esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti ISI che non abbiano concorso all’approvazione della Fusione, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto al calcolo del Rapporto di Cambio con riferimento ai valori unitari delle azioni sia secondo lo scenario di recesso minimo che secondo lo scenario di recesso massimo.

Come argomentato dagli Amministratori nella relazione sul Progetto di Fusione, la differenza tra i valori delle azioni ISI riferiti ai due scenari determina una variazione del Rapporto di Cambio di importo non materiale e sostanzialmente stabile nell'ambito del suddetto intervallo.

Pertanto, i Consigli di Amministrazione, pur non conoscendo alla data attuale il numero delle richieste di recesso, hanno deliberato di identificare un Rapporto di Cambio sulla base di uno scenario che vede un recesso pari al 15%.

In conclusione, i Consigli di Amministrazione propongono un Rapporto di Cambio pari a:

n. 1 azione ordinaria ISI per ogni n. 1 azione ordinaria LuVe,

n. 1 azione speciale ISI per ogni n. 1 azione speciale LuVe.

Non sono previsti conguagli in denaro.

8. Lavoro svolto

a. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente paragrafo 4.

Gli interventi e le attività di seguito illustrati sono stati svolti nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Come indicato in precedenza, la relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2014 di ISI ed il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 di LuVe sono stati assunti quali situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501*quater* del Codice Civile; il bilancio d'esercizio di LuVe è stato assoggettato a revisione contabile da parte delle Società di revisione incaricata che, in data 20 marzo 2015, ha emesso la relazione di revisione ai sensi dell'art. 14 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 senza rilievi.

Per quanto riguarda la relazione finanziaria semestrale di ISI al 31 dicembre 2014, predisposta in base ai principi contabili nazionali, è stata assoggettata a revisione contabile volontaria da parte della Società di revisione che, in data 19 gennaio 2015, ha emesso la relazione sulla revisione contabile limitata senza rilievi.

Per quanto riguarda il bilancio d'esercizio e consolidato di LuVe al 31 dicembre 2014, esaminati dalla Società di revisione, sono stati svolti incontri e discussioni con la Direzione della Società, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la loro redazione.

Inoltre, nell'ambito delle procedure svolte ai fini del presente incarico, per acquisire informazioni integrative, non direttamente riscontrabili dalla lettura dei bilanci, è stato svolto un incontro con la Società di revisione di LuVe e si è proceduto alla lettura critica dei report e delle relazioni di due diligence predisposte con riferimento a LuVe.

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

Abbiamo esaminato la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti di ISI ai sensi dell'art. 2437*ter* del Codice Civile, la quale illustra i criteri di determinazione del valore unitario delle azioni che verrà riconosciuto ai soci che non concorreranno alla deliberazione assembleare della Fusione.

Su tale valore sono stati ottenuti dagli Amministratori di ISI i pareri del Collegio Sindacale e della Società di revisione che concordano con le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione.

Abbiamo riscontrato nella migliore dottrina e nella prassi professionale la ragionevolezza della percentuale adottata dagli Amministratori delle Società nel definire lo “sconto di liquidità” ricompreso in un intervallo variabile tra il 35% e il 45%.

Per il piano industriale di LuVe e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, ferme restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione della Società le principali caratteristiche del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione del citato piano.

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

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

Abbiamo svolto un esame delle metodologie seguite dagli Amministratori per la determinazione del valore economico delle due Società e per la conseguente determinazione, da parte degli Amministratori, del Rapporto di Cambio, verificando l’idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei suddetti metodi.

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

Abbiamo, altresì, verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati dagli Amministratori.

Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- analisi critica dei Progetti di Fusione approvati dai Consigli di Amministrazione di ISI e LuVe in data 23 marzo 2015 e delle Relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell’art. 2501^{quinq}ies del Codice Civile. Tali documenti sono stati ottenuti in via anticipata dalle Società onde consentire lo svolgimento delle attività necessarie ai fini dell’emissione del presente parere;
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché la coerenza dei metodi di valutazione rispetto alle caratteristiche delle due Società;
- sviluppo di analisi di sensitività nell’ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, con l’obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla “*Documentazione utilizzata*” descritta al precedente paragrafo 4;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall’applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto;
- analisi critica della metodologia di determinazione del valore di liquidazione a favore dei soci recedenti che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare di Fusione;
- incontri con le Direzioni delle Società per discutere in merito all’attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

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

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

9. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

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

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

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori quale metodologia principale appaiono adeguati nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle due Società;
- la scelta del metodo patrimoniale per ISI e del metodo dei moltiplicatori di mercato per LuVe, utilizzati come metodi principali da parte degli Amministratori, risulta giustificata dall'attività svolta dalle due Società;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand-alone*, ovvero le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione di LuVe e ISI e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende;
- l'applicazione del metodo DCF per LuVe trova ampia applicazione nella prassi professionale e la scelta degli Amministratori di far ricorso a tale metodo, sia pure con esclusive finalità di controllo, risulta pertanto adeguata, nelle circostanze;
- l'approccio metodologico seguito dagli Amministratori di LuVe e ISI, che ha previsto l'applicazione di metodologie di valutazione diverse in considerazione delle caratteristiche delle due Società, ha comunque consentito di ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- abbiamo riscontrato nella migliore dottrina e nella prassi professionale la ragionevolezza della percentuale adottata dagli Amministratori delle Società nel definire lo "sconto di liquidità" ricompreso in un intervallo variabile tra il 35% e il 45%;
- le considerazioni svolte dagli Amministratori in merito alla sostituzione dei Warrant ISI con i Warrant LuVe, in precedenza richiamate, appaiono adeguate nelle circostanze;
- gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, parificano il valore delle azioni speciali di ISI a quello delle azioni ordinarie, tenuto conto che la logica di determinazione del valore di ISI è di tipo patrimoniale e, pertanto, non influenzata dalle diverse caratteristiche delle azioni speciali rispetto alle azioni ordinarie; quindi, l'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario.

10. Limiti del revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia dei negozi stipulati da LuVe e ISI, né degli effetti della fusione sui medesimi.

- i) Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, si evidenziano i seguenti limiti:
- in relazione all'utilizzo di dati previsionali nella valutazione di LuVe secondo il metodo del DCF che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili per gli Amministratori, in relazione ai futuri risultati economico finanziari;
 - i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di LuVe sono calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società del settore; tuttavia le società del campione proposto presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a LuVe;
- ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sul fatto che, come già indicato, la Fusione è sottoposta alla condizione risolutiva legata all'esercizio di recesso da parte degli Azionisti di ISI che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale.

11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di LuVe e ISI siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

n. 1 azione ordinaria Industrial Stars of Italy S.p.A. per ogni n. 1 azione ordinaria Lu-Ve S.p.A,
n. 1 azione speciale Industrial Stars of Italy S.p.A. per ogni n. 1 azione speciale Lu-Ve S.p.A.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Milano, 23 marzo 2015

BDO S.p.A.

Maurizio Vanoli
(Un Amministratore)