RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI DIGITAL MAGICS SPA IN LVENTURE GROUP SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-*SEXIES* DEL CODICE CIVILE

Agli azionisti di
Digital Magics S.p.A.

e

Agli Azionisti di
LVenture Group S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

A seguito di istanza di nomina sottoscritta da Digital Magics S.p.A. (di seguito anche "**Digital Magics**", **"DM"** o "**Società Incorporanda**") e LVenture Group S.p.A. (di seguito anche "**LVenture**", **"LVG"**, o "**Società Incorporante**" e, congiuntamente con DM, le "**Società**" o le "**Società Partecipanti alla Fusione**") PricewaterhouseCoopers S.p.A. ("**PwC**") ha ricevuto dal Tribunale Ordinario di Roma, con decreto n. 9759/2023, l'incarico di redigere, in qualità di esperto comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile ("**Esperto**"), la relazione sulla congruità del rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione di Digital Magics in LVenture (di seguito anche la "**Fusione**" o l'"**Operazione**").

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Digital Magics e dal Consiglio di Amministrazione di LVenture (di seguito anche i "**Consigli di Amministrazione**", gli "**Organi Amministrativi**" o gli "**Amministratori**"), tra l'altro, la seguente documentazione:

- il progetto di fusione approvato in data 28 giugno 2023 dai Consigli di Amministrazione delle Società, redatto ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501 ss. del Codice Civile (il "**Progetto di Fusione**" o "**Progetto**");

- le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori e approvate in data 25 ottobre 2023 ("**Relazioni degli Amministratori**" o "**Relazioni**"), che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso; dette Relazioni includono i contenuti delle precedenti relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori e approvate in data 28 giugno 2023 ("**Relazioni Originarie**"), aggiornate per tener conto degli eventi rilevanti ma non straordinari nel frattempo intervenuti ;
- le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2022 delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi

dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile (le "**Situazioni Patrimoniali**").

Il Progetto di Fusione e le Relazioni, così come approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione, saranno sottoposti all'approvazione delle assemblee degli azionisti di Digital Magics e di LVenture (congiuntamente le "**Assemblee**"), attualmente previste nel corso del mese di dicembre 2023.

2 Sintesi dell'Operazione

Digital Magics è un *business incubator* di *startup* innovative, attualmente quotato sul mercato Euronext Growth Milan. Digital Magics opera principalmente come Incubatore Certificato di *startup* ed è specializzato nella selezione e nell'accelerazione di progetti innovativi nel settore digitale: al 31 dicembre 2022, la società deteneva circa ottantuno partecipazioni dirette in *startup* (per un valore di iscrizione nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 pari a Euro 13,4 milioni). Gli Amministratori di DM segnalano infine che DM è stata pioniere in Italia nel paradigma dell'Open Innovation oltre che del *venture capital*, attività che contraddistingue entrambe le Società.

DM adotta i principi contabili italiani per la predisposizione dei propri bilanci, con la conseguenza che il portafoglio partecipazioni detenute è iscritto al minore tra il costo di acquisto ed il presumibile valore di realizzo. È comunque rilevante segnalare che la valutazione al *fair value* delle partecipazioni detenute è riportato, ai soli fini informativi, nella relazione degli amministratori allegata al bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 e alla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2023.
La società ha un capitale sociale di Euro 10.428.477,00, interamente versato e suddiviso in n. 11.003.727 azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale; DM risulta altresì titolare di n. 148.200 azioni proprie, rappresentanti circa l'1,35% del capitale sociale (di seguito anche "**Azioni Proprie DM**").

Alla data delle Relazioni degli Amministratori, Digital Magics aveva in circolazione n. 199.950 warrant denominati "*Warrant Digital Magics SFP 2020-2025*" (di seguito anche i "**Warrant DM**").
Nell'ambito della Fusione, ai titolari dei Warrant DM sarà riconosciuta la facoltà di conversione anticipata, prevista ai sensi dell'articolo 2503-*bis* del Codice Civile a favore dei portatori di obbligazioni convertibili, entro il termine di 30 (trenta) giorni dalla pubblicazione del relativo avviso presso la Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.
In aggiunta a quanto precede, alla data delle Relazioni degli Amministratori, Digital Magics aveva in circolazione 563.333 *stock option* regolate dal relativo piano di *stock option* avente termine finale di esercizio al 30 novembre 2027 (di seguito anche "**SOP DM 2021-2027**"). Inoltre, alla stessa data, DM aveva in circolazione n. 298.800 *stock option*, regolate dal relativo piano di *stock option*, che possono essere esercitate entro il 30 novembre 2023 (di seguito anche "**SOP DM 2015-2023**").

LVenture è una *holding* di partecipazioni quotata all'Euronext Milan (già MTA), che opera quale acceleratore ed è riconosciuta come Incubatore Certificato di *startup* innovative, con sede a Roma e Milano.
La tipologia di *business* della società prevede la selezione delle migliori società operanti nel digitale nelle quali investire i propri capitali, per poi supportarle in un percorso di crescita fino al momento dell'*Exit* di LVG dall'investimento: al 31 dicembre 2022, LVenture aveva in portafoglio centootto partecipazioni, di cui cinquantaquattro con valore – nel bilancio di esercizio al 31 dicembre 2022 – positivo e pari ad Euro 27,6 milioni.
LVG ha, inoltre, sviluppato le attività di *Innovation & Corporate Venturing*, che consentono alle *startup* di confrontarsi con aziende mature, creando così relazioni con potenziali clienti.

La società adotta i principi contabili IAS-IFRS per la predisposizione dei propri bilanci, e conseguentemente il portafoglio di partecipazioni detenuto è iscritto al *fair value* [1].

In data 28 giugno 2023, prima dell'approvazione del Progetto di Fusione e delle Relazioni Originarie, LVG ha deliberato un aumento del capitale sociale, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, per un importo complessivo fino a Euro 2.500.000 (duemilionicinquecentomila/00), a pagamento, in via scindibile, ad un prezzo di emissione pari ad Euro 0,43, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, 5° e 6° comma del Codice Civile, attraverso l'emissione – in due *tranche* – di massime 5.813.953 azioni ordinarie, da offrire in sottoscrizione a favore del socio LUISS - Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli (di seguito anche "**Aumento di Capitale Luiss LVG**").

In tale contesto, in data 5 luglio 2023 LUISS ha sottoscritto la prima *tranche* dell'Aumento di Capitale Luiss LVG per un importo pari ad Euro 1.000.000 (un milione/00), mediante emissione di massime 2.325.581 azioni ordinarie. Una seconda *tranche*, pari ad Euro 1.500.000 (un milione cinquecentomila/00), mediante emissione di massime 3.488.372 azioni ordinarie, verrà sottoscritta da LUISS subordinatamente alla, e alla data della, stipula dell'atto di fusione e in ogni caso prima della data di efficacia della Fusione, fermo restando che il termine finale dell'Aumento di Capitale Luiss LVG è fissato al 30 giugno 2024.

Sulla base di quanto sopra, alla data delle Relazioni degli Amministratori, il capitale sociale di LVenture risulta interamente versato e pari ad Euro 15.367.401, suddiviso in 55.983.436 azioni ordinarie, inclusivo della prima *tranche* relativa all'Aumento di Capitale Luiss LVG. Le azioni totali considerando il completamento dell'Aumento di Capitale Luiss LVG risulterebbero pari a 59.471.808.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nello loro Relazioni, la Fusione:

- darà luogo ad un'entità aggregata che risulterà dalla incorporazione di Digital Magics in LVenture;

- avrà luogo assumendo quali Situazioni Patrimoniali di riferimento, ai sensi dell'art. 2501-*quater*, secondo comma, c.c., i bilanci di esercizio al 31 dicembre 2022 della Società Incorporante e della Società Incorporanda, approvati rispettivamente in data 14 marzo 2023 e 21 marzo 2023 dai rispettivi Consigli di Amministrazione;

- prevede che, successivamente al perfezionamento della Fusione, la società risultante dalla incorporazione di Digital Magics in Lventure (di seguito anche "**Società Risultante dalla Fusione**" o "**Combined Entity**") procederà ad una riorganizzazione societaria mediante l'utilizzo di due separate *sub-holding*, esistenti o di nuova costituzione (di seguito anche le "**Holding Operative**") e interamente controllate dalla Società Risultante dalla Fusione, e al conferimento (di seguito anche "**Conferimento**") a favore delle stesse da parte della Società Risultante dalla Fusione, rispettivamente, (i) di un ramo d'azienda relativo alla definizione e gestione dei nuovi investimenti e alla gestione delle partecipazioni esistenti e (ii) di un ramo d'azienda relativo alla consulenza *corporate*.

Sia nelle Relazioni che nel Progetto di Fusione, con riferimento alle principali motivazioni sottostanti alla decisione di procedere alla Fusione, gli Amministratori illustrano che:

[1] Così come definito dai principi contabili internazionali IAS-IFRS (cfr. IFRS 13)

- il progetto relativo alla Fusione tra Digital Magics e Lventure risponde all'obiettivo strategico di creare un operatore di *venture capital* di rilevanza anche a livello internazionale, al fine di facilitare la raccolta del capitale, accrescere l'interesse da parte degli investitori e, di conseguenza, migliorare la liquidità del titolo, determinando, altresì, efficienze in termini di costi e di sviluppo di ricavi;

- la Fusione rappresenta un'opportunità strategica per integrare le attività di DM e LVG. La Società Risultante dalla Fusione sarà in grado di coprire l'intera catena a livello nazionale e internazionale, in grado di operare come incubatore e acceleratore di *startup* e *scaleup* innovative che propongono contenuti e servizi ad alto valore tecnologico, offrendo tutti i supporti necessari per sviluppare progetti di successo, dall'ideazione fino all'IPO, nonché affiancandosi alle imprese italiane d'eccellenza con progetti strategici e servizi per la trasformazione digitale;

- la Società Risultante dalla Fusione, forte dell'integrazione dei rispettivi *business*, altamente complementari e della combinazione tra le rispettive competenze e *partnership* di Digital Magics e Lventure, sarà in grado di offrire un ampio portafoglio di soluzioni *best-in-class* sviluppate interamente *in house* e di essere più competitiva in termini di innovazione in relazione ai progetti delle società *startup* digitali fornendo servizi e contenuti ad alto valore tecnologico. A valle della fusione, la *Combined Entity*, inoltre, sarà sempre più partner attivo nel venture capital e nei servizi di post accelerazione (di seguito anche "**Venture Capital**") e nel fornire servizi di *co-working* e *open innovation* (di seguito anche "**Open Innovation**").

All'efficacia della Fusione, ciascun azionista di DM riceverà n. 46 azioni ordinarie di nuova emissione per ogni n. 5 azioni ordinarie di DM, corrispondenti a n. 9,2 azioni della *Combined Entity* per ogni azione DM al tempo posseduta (di seguito anche "**Rapporto di Cambio**").

Sulla base di quanto sopra esposto, l'aumento di capitale a servizio del Rapporto di Cambio sarà un aumento di capitale in via scindibile ai sensi dell'art. 2439, 2° comma, Codice Civile, mediante l'emissione di massime n. 111.005.452 azioni della *Combined Entity* di nuova emissione, prive del valore nominale, da emettersi a servizio del Rapporto di Cambio (di seguito anche "**Aumento di Capitale a servizio del Concambio**").

Si segnala che, ai fini della determinazione del numero di azioni massime ai fini dell'Aumento di Capitale a servizio del Concambio (ma non anche ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio), gli Amministratori hanno considerato:

1. l'avvenuta integrale sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale Luiss LVG prima della data di efficacia della Fusione;

2. la conversione di n. 10.855.527 azioni ordinarie in circolazione di Digital Magics;

3. il trasferimento a terzi (eventualmente anche soci) di tutte le Azioni Proprie DM prima della Fusione (n. 148.200). Si precisa tuttavia che qualora – alla data di efficacia delle Fusione – dovessero risultare esistenti Azioni Proprie DM, le stesse saranno oggetto di annullamento ai sensi dell'art. 2504-*ter* Codice Civile e non dovranno essere concambiate;

4. l'esercizio del diritto di conversione anticipata da parte di tutti i titolari di Warrant DM prima della data di efficacia della Fusione (n. 199.950);

5. l'esercizio da parte dei relativi titolari di tutte le SOP DM 2015-2023 prima della data di efficacia della Fusione (n. 298.800);

6. l'esercizio da parte dei relativi titolari di tutte le SOP DM 2021-2027 prima della data di efficacia della Fusione (n. 563.333).

Le nuove azioni della Società Incorporante assegnate in concambio saranno messe a disposizione degli azionisti della Società Incorporanda a partire dalla data di efficacia della Fusione e attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti agli altri azionisti della Società Incorporante.

Nel calcolo del Rapporto di Cambio, gli Amministratori si sono inoltre avvalsi di consulenti indipendenti (i "**Consulenti**") nei limiti di quanto sotto specificato:

- il Consiglio di Amministrazione di LVG si è avvalso dell'assistenza di KPMG Corporate Finance, divisione KPMG Advisory S.p.A. (di seguito anche "**KPMG**"), che ha agito in qualità di *advisor* indipendente per LVG nella Fusione e ha rilasciato la relativa *fairness opinion* circa la congruità del concambio;

- il Consiglio di Amministrazione di DM si è avvalso dell'assistenza di Deloitte Financial Advisory S.p.A. SB (di seguito anche "**Deloitte**"), che ha assistito Digital Magics nella predisposizione di una *business due diligence* e nella valorizzazione di un campione rappresentativo di *startup* del portafoglio di LVG (n. 14 società). Infine, DM si è avvalsa dell'assistenza ulteriore dello Studio Pirola Pennuto Zei (di seguito anche "**Pirola**"), incaricato di (i) valutare la corretta rilevazione contabile degli accadimenti nel bilancio chiuso al 31 dicembre 2022 – con esclusione della valutazione del portafoglio degli investimenti in startup – e di (ii) identificare le passività fiscali gravanti o potenzialmente gravanti su LVG per i periodi di imposta dal 2017 al 2022, con riferimento alle imposte sui redditi (IRES-IRAP), all'imposta sul Valore Aggiunto ed al Sostituto d'imposta.

3 Natura e portata della presente relazione

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione di LVG e DM, con il supporto dei rispettivi Consulenti nei limiti di quanto richiamato in precedenza. Il ruolo dell'Esperto consiste, infatti, nell'esprimere un parere sull'adeguatezza, nelle circostanze, dei metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro, abbiamo ottenuto dalle Società le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, e in particolare:

i) il Progetto di Fusione approvato in data 28 giugno 2023 dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, redatto ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501 ss. del Codice Civile;

ii) le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, approvate in data 25 ottobre 2023 dai rispettivi Consigli di Amministrazione, redatte ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile;

iii) le Relazioni Originarie, approvate in data 28 giugno 2023 dai rispettivi Consigli di Amministrazione, redatte ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile;

iv) il documento intitolato "*Aggiornamento del Parere di congruità finanziaria del rapporto di cambio determinato dal Consiglio di Amministrazione di LVenture Group S.p.A. nell'ambito della fusione per incorporazione di Digital Magics S.p.A. in LVenture Group S.p.A.*", predisposto da KPMG e datato 25 ottobre 2023 (di seguito anche "**Fairness Opinion KPMG**"), nonché la precedente versione datata 27 giugno 2023;

v) il documento intitolato "**Progetto Elvis**", datato 19 giugno 2023 e predisposto da Pirola (di seguito anche "**Due Diligence su LVG**")

vi) il documento intitolato "*LVG-selected startup Business DD & Valuation*", datato giugno 2023 e contenente la *business due diligence* e la valorizzazione di un campione rappresentativo di *startup* del portafoglio di LVG (di seguito anche "**Stima Portafoglio Deloitte**");

vii) i documenti intitolati "*Progetto Alpha – Due diligence finanziaria draft report*" e "*Project Alpha – Report Due Diligence fiscale*", contenenti, rispettivamente, la *due diligence* finanziaria e la *due diligence* fiscale predisposte da KPMG su Digital Magics per conto di LVenture (di seguito anche le "**Due Diligence su DM**");

viii) i documenti valutativi predisposti dal Consiglio di Amministrazione di Digital Magics propedeuticamente alla valutazione del portafoglio di *startup* per le finalità del bilancio alla data del 30 giugno 2023; 31 dicembre 2022; 30 giugno 2022; 31 dicembre 2021 e 30 giugno 2021;

ix) i bilanci di esercizio al 31 dicembre 2022 della Società Incorporante e il bilancio consolidato della Società Incorporanda, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 14 marzo 2023 ed il 21 marzo 2023, contenenti le Situazioni Patrimoniali al 31 dicembre 2022, ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile;

x) le relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2023 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 14 settembre 2023 per LVG ed il 20 settembre 2023 per DM;

xi) i documenti e file *Excel* "*Pjt Alpha_SOP e Concambio_09.10.2023*" e "*Calcolo Rapporto di Concambio_22.09.23*" contenenti le stime del Rapporto di Cambio predisposte dal Consiglio di Amministrazione, rispettivamente, di LVG e DM; oltre a tutti gli ulteriori file *Excel* condivisi dai Consulenti e dagli Amministratori propedeuticamente alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Sono state prese in considerazione anche altre informazioni pubblicamente disponibili, tra le quali elementi di mercato, contabili e statistici, nonché ogni altra informazione e documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.
Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti di LVG e DM che, per quanto a conoscenza degli Amministratori delle Società, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

5.1 Premessa

In un'operazione di fusione, l'obiettivo principale del processo valutativo è la stima del rapporto relativo tra il valore delle due società partecipanti all'operazione, che rappresenta l'espressione del "peso" attribuibile a ciascuna rispetto all'altra e quindi della quota a sua volta assegnabile ai rispettivi azionisti nell'ambito dell'entità incorporante. Ne consegue che le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione di valori economici assoluti, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il rapporto di cambio.

Il Rapporto di Cambio è stato stabilito dai Consigli di Amministrazione nell'ambito del Progetto di Fusione approvato in data 28 giugno 2023.
Come anticipato ai parr. 1 e 4, contestualmente alla pubblicazione del Progetto di Fusione, i Consigli di Amministrazione hanno altresì pubblicato le Relazioni Originarie.
Successivamente alla pubblicazione delle Relazioni Originarie, anche in considerazione dell'ambiente dinamico nel quale operano le Società Partecipanti alla Fusione, i Consigli di Amministrazione riferiscono di avere riscontrato l'accadimento di alcuni eventi rilevanti, non straordinari, che hanno richiesto una opportuna verifica delle informazioni fornite con le Relazioni Originarie, anche ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile (di seguito, gli "**Eventi Rilevanti**").
In particolare, secondo quanto riportato nelle Relazioni, tali Eventi Rilevanti hanno riguardato:

(i) la rilevazione di alcuni eventi, in sede di approvazione delle relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2023 delle Società Partecipanti alla Fusione, non ancora noti alla data di approvazione delle Relazioni Originarie;

(ii) il completamento di talune operazioni sul capitale di alcune *start-up* partecipate da LVG e DM, che rappresentano indicatori di valore equo ("***Fair Value***");

(iii) l'intervenuta disponibilità di informazioni relative ad alcune società partecipate da LVG e DM a seguito della pubblicazione, da parte delle stesse, dei bilanci relativi all'esercizio 2022; e

(iv) variazioni nelle condizioni di mercato in cui operano le Società Partecipanti alla Fusione e/o le *start-up* in cui le stesse hanno investito, nonché il consolidamento di *trend* macro-economici esogeni.

Preso atto di quanto sopra, i Consigli di Amministrazione di LVG e di DM hanno ritenuto di rivedere e integrare le valutazioni condotte e illustrate nelle Relazioni Originarie, al fine di fattorizzare anche i suddetti Eventi Rilevanti, pur rimanendo immutate le metodologie valutative utilizzate.
Il presente paragrafo 5, pertanto, fa riferimento alle informazioni contenute nel Paragrafo 2 delle Relazioni degli Amministratori, che deve intendersi rettificativo e sostitutivo del medesimo paragrafo delle Relazioni Originarie.

5.2 Scelta dei metodi di valutazione

5.2.1. Scelta del metodo principale da parte degli Amministratori di Digital Magics

Nella Relazione degli Amministratori di Digital Magics, si evince che, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno utilizzato la metodologia del "*Sum-of-the Parts*" come metodo principale (di seguito anche "**SOTP**").

In particolare, le componenti poste alla base della stima sono:

- i Patrimoni Netti contabili come desunti dai bilanci approvati al 31 dicembre 2022 delle Società Partecipanti alla Fusione, rettificati:
    - degli Eventi Rilevanti intervenuti tra il 31 dicembre 2022 e la data della Relazione degli Amministratori;
    - per riflettere l'apporto derivante dell'Aumento di Capitale Luiss LVG (sia per la parte già sottoscritta sia per quella la cui sottoscrizione è vincolata al buon esito del processo di fusione) che, come richiamato in precedenza, è stato uno degli elementi considerati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
    - per fattorizzare la valutazione separata – effettuata sulla base di proiezioni dei risultati economici normalizzati – dell'attività Open Innovation e dell'attività Venture Capital svolte da entrambe le Società o dalle società controllate;
    - degli eventuali aggiustamenti di carattere accessorio;
    - in funzione della valutazione del portafoglio delle partecipazioni di DM e LVG nella prospettiva degli amministratori di Digital Magics (di seguito anche "**Portafogli Partecipazioni secondo DM**"), tenuto in considerazione gli Eventi Rilevanti ma non straordinari avvenuti tra il 31 dicembre 2022 e la data della Relazione degli Amministratori. In particolare, per la valorizzazione dei Portafogli Partecipazioni secondo DM, sono state applicate le seguenti metodologie:

- un *Fair Value* di primo livello (di seguito anche "**Indicatori di Valore di Primo Livello**") in presenza di:

    a) aumenti di capitale (di seguito anche "**AUCAP**") in società partecipate sottoscritti da terzi per importi significativi nei diciotto mesi precedenti alla data di valutazione (di seguito anche "**Condizioni di Materialità secondo DM**");

    b) proposte di acquisto vincolanti ricevute da parte di soggetti indipendenti (di seguito anche "**Proposte di Acquisto**");

- in assenza di Indicatori di Valore di Primo Livello, per la determinazione del valore della partecipazione detenuta nella singola *startup* si è adottato il metodo finanziario *Unlevered Discounted Cash Flow* (di seguito anche "**Metodo Unlevered DCF**"), nel caso in cui – per la *startup* oggetto di stima – fossero disponibili delle proiezioni economico-patrimoniali e, le stesse, fossero ritenute dagli Amministratori di DM sufficientemente attendibili;

- nel caso di mancata applicazione delle metodologie sopra richiamate, gli Amministratori di DM hanno adottato il metodo dei multipli transazionali comparabili (di seguito anche "**Metodo delle Transazioni**"); infine

- in tutte le circostanze nelle quali le metodologie precedentemente esposte fossero ritenute non applicabili, il *Fair Value* delle partecipazioni non è stato oggetto di valutazioni specifiche e gli Amministratori di DM hanno utilizzato per LVG il *Fair Value* a cui le stesse erano valutate nel bilancio al 31 dicembre 2022 (in linea con la valutazione nel bilancio al 30 giugno 2023), e per DM l'indicazione del *Fair Value* riportato nella Relazione sulla Gestione allegata al bilancio (generalmente allineato al costo storico).

5.2.2. Scelta del metodo principale da parte degli Amministratori di LVenture

Parallelamente, nella Relazione degli Amministratori di LVenture, è illustrato che ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche gli Amministratori di LVG, supportati dai Consulenti, hanno utilizzato la metodologia del "*Sum-of-the Parts*" come metodo principale. Tale metodologia di valutazione è stata sviluppata rettificando il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2022 delle Società Partecipanti alla Fusione al fine di tenere in debita considerazione:

- gli Eventi Rilevanti intervenuti tra il 31 dicembre 2022 e la data della Relazione degli Amministratori;

- i rilievi risultanti dalla Due Diligence su DM;

- l'apporto derivante dell'Aumento di Capitale Luiss LVG (sia per la parte già sottoscritta sia per quella la cui sottoscrizione è vincolata al buon esito del processo di fusione) che, come richiamato in precedenza, è stato uno degli elementi considerati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

- la valutazione separata – effettuata sulla base di proiezioni dei risultati economici normalizzati – dell'attività Open Innovation e dell'attività Venture Capital svolte da entrambe le Società o dalle società controllate;
- la valutazione del portafoglio delle partecipazioni di LVG e DM nella prospettiva degli Amministratori di LVG (di seguito anche "**Portafogli Partecipazioni secondo LVG**"), tenendo in considerazione gli Eventi Rilevanti ma non straordinari avvenuti tra il 31 dicembre e la data della Relazione degli Amministratori;

- altre rettifiche di carattere accessorio.

Anche gli Amministratori di LVG evidenziano come, data la rilevante incidenza sul patrimonio netto contabile delle Società Partecipanti alla Fusione, particolare *focus* è stato posto sulla valutazione dei portafogli partecipazioni. Per questo motivo, ai fini della determinazione di un intervallo di valore equo per le *startup* detenute dalle Società, sono state applicate le seguenti metodologie di tipo empirico ed analitico:

- nel caso in cui le società partecipate da LVG e DM abbiano espresso un'indicazione di prezzo derivante da proposte di acquisto vincolanti o da operazioni straordinarie e di mercato nel corso degli ultimi 18 mesi (di seguito anche "**Condizioni di Materialità secondo LVG**"), le stesse sono state tenute in considerazione quali indicatori univoci del valore equo della società partecipata di riferimento, e ricalcolato il pro-quota in base alla partecipazione detenuta dalle Società Partecipanti alla Fusione (come per DM, tale circostanza è definita "**Indicatore di Valore di Primo Livello**");

- in assenza di un Indicatore di Valore di Primo livello, è stato adottato il Metodo Unlevered DCF per le *startup* per le quali erano disponibili delle proiezioni economico-patrimoniali e le stesse fossero ritenute attendibili da parte degli Amministratori di LVG;

- in assenza di un indicatore di Valore di Primo livello, e constatata la non applicabilità del Metodo Unlevered DCF, è stato utilizzato il Metodo delle Transazioni; infine

- in tutte le circostanze nelle quali le metodologie precedentemente esposte fossero ritenute non applicabili, il *Fair Value* delle partecipazioni non è stato oggetto di valutazione specifiche e gli Amministratori LVG hanno utilizzato per se stessi il *Fair Value* a cui le stesse erano valutate nel bilancio al 31 dicembre 2022 (in linea con la valutazione nel bilancio al 30 giugno 2023) e per DM l'indicazione del *Fair Value* riportato nella Relazione sulla Gestione allegata al bilancio (generalmente allineata al costo storico).

5.2.3. Scelta del metodo di controllo da parte degli Amministratori di DM e LVG

Da ultimo, si segnala che, essendo le Società quotate in Borsa, entrambi i Consigli di Amministrazione di Digital Magics e LVenture hanno proceduto ad osservare i prezzi relativi agli scambi di azioni delle Società Partecipanti alla Fusione in intervalli di tempo, precedenti al giorno di annuncio dell'operazione, giudicati significativi al fine di applicare il metodo delle quotazioni di Borsa in qualità di metodo di controllo (di seguito anche "**Metodo di Controllo**" o "**Metodo di Borsa**") al fine di confortare le conclusioni ottenute attraverso l'applicazione della metodologia principale del *Sum-of-the-Parts*.

Anche in questa metodologia, gli Amministratori di entrambe le Società hanno tenuto conto degli effetti della già citata operazione di Aumento di Capitale Luiss LVG .

I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori per determinare i Rapporti di Cambio sono descritti nel paragrafo successivo.

5.3 Descrizione delle metodologie di valutazione prescelte dagli Amministratori

5.3.1. Metodo Sum-of-the-Parts (SOTP)

Come richiamato in precedenza, gli Amministratori hanno adottato – come metodo di valutazione principale – il *Sum-of-the-Parts*: approccio valutativo che rientra all'interno delle metodiche patrimoniali.
In particolare, tale approccio si fonda sul principio dell'espressione, a valori di mercato, dei singoli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'azienda.
Il metodo patrimoniale assume, dunque, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come risultante dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento.
Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le necessarie rettifiche volte – tra le altre cose – a riflettere le eventuali plusvalenze e/o minusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo (al netto del relativo effetto fiscale ove applicabile).

Per la valorizzazione delle singole partecipazioni detenute dalle Società Partecipanti alla Fusione, gli Amministratori hanno utilizzato in primo luogo un Indicatore di Valore di Primo Livello e, laddove non disponibile, il Metodo Unlevered DCF o il Metodo delle Transazioni, di seguito dettagliati.

5.3.2. Metodo Unlevered DCF

Il Metodo dell'Unlevered DCF determina il valore del capitale investito netto di un'azienda (di seguito anche "**Enterprise Value**" o "**EV**") sulla base dei flussi finanziari futuri destinati alla remunerazione dei prestatori di capitale di rischio e di debito.
All'EV così determinato, è stato sommato (o sottratto) algebricamente il valore dell'indebitamento finanziario netto (il saldo di cassa) e di eventuali *surplus assets* (o *surplus liabilities)* – entrambi al 31 dicembre 2022 – al fine di addivenire al valore dell'azienda nel suo complesso.

I flussi di cassa *unlevered* sono stati esplicitati per un numero di anni definito e compatibile con le proiezioni economiche e finanziarie disponibili per ciascuna *startup*; successivamente si è considerata una componente di valore residuo pari ai flussi di cassa generabili in perpetuo (di seguito anche "**Terminal Value**")

I flussi di cassa *unlevered* scontano imposte figurative calcolate tenendo in considerazione l'esclusione del beneficio fiscale derivante dagli interessi passivi legati ai finanziamenti a titolo oneroso ed applicando l'aliquota fiscale teorica.

La formula su cui si basa il Metodo dell'Unlevered DCF è la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \underbrace{\frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Periodo esplicito}} + \underbrace{\frac{F_{TV}}{(WACC-g)^n}}_{\text{Modello di Gordon}}$$

Nel dettaglio:

- EV = Valore del capitale investito netto dell'azienda oggetto di valutazione;
- WACC = Costo Medio Ponderato del Capitale, stimato sulla base del *Capital Asset Pricing model* (di seguito anche "**CAPM**") e fattorizzando un *additional risk premium* (di seguito anche "**ARP**") espressivo di un rischio addizionale legato ad investimenti di dimensioni limitate rispetto al campione utilizzato per la determinazione del fattore *beta*;
- FCFO = Flussi di cassa operativi disponibili per azionisti e prestatori di capitale di debito (di seguito anche "**Free Cash Flow**" o "**FCF**");
- N = numero di anni di previsione esplicita:
- TV = *Terminal Value* stimato sulla base del modello della crescita perpetua di Gordon.

5.3.3. Metodo delle Transazioni

Il Metodo delle Transazioni si basa sull'analisi di metriche economiche e finanziarie osservabili da *panel* di transazioni recenti ed aventi ad oggetto società *target* che presentano caratteristiche in termini di attività, settore e mercato di riferimento raffrontabili a quelle delle società oggetto di valutazione.
In ragione della natura di *startup* delle società detenute dalla Società Partecipanti alla Fusione, il moltiplicatore preso a riferimento per ciascun panel è stato il multiplo Entreprise Value-on-Sales (di seguito anche "**EV/Sales**").

5.3.4. Applicazione delle metodologie di valutazione prescelte dagli Amministratori di DM

Al fine di derivare le rettifiche necessarie all'applicazione del metodo SOTP, gli Amministratori di Digital Magics hanno provveduto alla stima del Valore dei Portafogli Partecipazioni secondo DM.

In particolare, il portafoglio di partecipazioni detenuto da Lventure è stato valutato da parte degli Amministratori di DM attraverso:

- Indicatore di Valore di Primo Livello per 17 società;
- il Metodo dell'Unlevered DCF nel caso di una società;

- il Metodo delle Transazioni per otto società;
- un Valore nullo per cinque società, interamente svalutate nel bilancio intermedio di LVG chiuso al 30 giugno 2023;
- il valore di iscrizione della partecipazione all'interno del bilancio al 31 dicembre 2022 (e al 30 giugno 2023) per una società, sebbene vi sia stato un aumento di capitale negli ultimi 18 mesi che è stato ritenuto dagli Amministratori di DM non idoneo a rappresentare un Indicatore di Valore di Primo Livello.

Infine, le società per cui il valore di iscrizione nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2022 è stato considerato rappresentativo del Valore sono ventidue, e rappresentano circa il 29% in termini di incidenza percentuale sull'ammontare complessivo delle immobilizzazioni finanziarie al 31 dicembre 2022[2].

Con riferimento ai convertendi e agli strumenti finanziari partecipativi (di seguito definiti nel loro insieme come "**Strumenti Finanziari**") detenuti da Lventure, gli Amministratori DM – partendo dal valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2022 pari ad Euro 2,3 milioni – hanno considerato le informazioni rilevanti circa gli accadimenti intervenuti fino alla data di emissione delle Relazioni degli Amministratori, tenendo opportunamente conto delle eventuali conversioni intervenute relativamente ai suddetti Strumenti Finanziari.

Parallelamente, con riferimento al portafoglio di partecipazioni detenuto da DM e valutato dai suoi Amministratori, è stato considerato:

- un Indicatore di Valore di Primo Livello per un totale di 27 società;
- il Metodo dell'Unlevered DCF per tre società;
- il Metodo delle Transazioni per quattro società;
- un Valore nullo a seguito della svalutazione del 100% - all'interno del bilancio intermedio chiuso al 30 giugno 2023 – della partecipazione in una società sottoposta a liquidazione;
- il Valore di iscrizione della partecipazione all'interno del bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 (ed al 30 giugno 2023) per una società;
- il Valore di iscrizione di una partecipazione all'interno del bilancio consolidato al 30 giugno 2023, in quanto la stessa è stata oggetto di svalutazione – rispetto al bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 – da parte degli Amministratori di DM.

[2] Si segnala tuttavia che per sei società (che rappresentano l'11% dell'ammontare complessivo delle immobilizzazioni finanziarie) il valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2022 deriverebbe da aumenti di capitale realizzati nel corso del 2021 e del 2020. Dunque, pur essendo anteriori rispetto ai 18 mesi considerati, gli stessi rappresenterebbero – ad oggi – la migliore indicazione di Valore in assenza di ulteriori informazioni utili.

Infine, per 44 società gli Amministratori DM non hanno effettuato analisi specifiche e hanno fatto riferimento al *Fair Value* incluso nella Relazione sulla Gestione allegata al bilancio consolidato di Digital Magics al 31 dicembre 2022. Segnaliamo che, con riferimento a 4 partecipazioni, il Fair Value è stato determinato sulla base di un Valore rinveniente dagli aumenti di capitale realizzati nel corso del 2021 e del 2020. Appare opportuno segnalare che in termini di Valore, le rimanenti partecipazioni risulterebbero poco materiali[3].

Con riferimento agli Strumenti Finanziari detenuti da Digital Magics, gli Amministratori DM – partendo dal valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2022 – hanno considerato le informazioni rilevanti circa gli accadimenti intervenuti fino alla data di emissione delle Relazioni degli Amministratori, fattorizzando opportunamente le eventuali svalutazioni e conversioni intervenute relativamente ai suddetti Strumenti Finanziari.

Di seguito viene descritto l'approccio valutativo utilizzato dagli Amministratori DM per le valorizzazioni delle partecipazioni attraverso il Metodo Unlevered DCF ed il Metodo delle Transazioni.

Le principali ipotesi alla base del Metodo Unlevered DCF sviluppato da parte degli Amministratori di DM sono relative:

- a parametri di mercato desunti alla data del 19 maggio 2023;
- all'applicazione di un fattore correttivo al Valore basato sulle curve di mortalità storiche rilevate da primari analisti;
- ad un tasso di crescita sostenibile applicato al Terminal Value pari a 1,7%, equivalente all'inflazione di lungo periodo Italia – (Fonte: EIU);
- ad un tasso *risk free* pari alla media a sei mesi del titolo di stato italiano a trent'anni;
- ad un ARP fattorizzato nella determinazione del *Weighted Average Cost Capital* (di seguito anche "**WACC**") pari a 3,05%; e
- alla determinazione di un intervallo minimo-massimo di Valore, attraverso la variazione dei parametri finanziari utilizzati (WACC +/- 1,0%; tasso di crescita perpetuo +/- 0,25%).

In ultimo, con riferimento al Metodo delle Transazioni, le principali ipotesi fattorizzate dagli Amministratori di DM sono relative:

- all'utilizzo di un moltiplicatore EV/Sales;
- alla costruzione di campioni specifici prendendo a riferimento transazioni comparabili e completate tra gennaio 2018 e giugno 2023;

[3] A tal riguardo, si segnala che tali partecipazioni rappresentavano circa il 6,4% del valore del portafoglio complessivo DM comunicato dagli Amministratori di DM ai fini illustrativi all'interno della Relazione sulla Gestione al 31 dicembre 2022.

- all'applicazione del moltiplicatore ai Ricavi 2022; e
- l'applicazione del multiplo medio e mediano al parametro di riferimento al fine di identificare un intervallo minimo-massimo di Valore per le *startup* valutate.

Tramite gli elementi sopra descritti, gli Amministratori di DM hanno stimato gli *Enterprise Value* delle società oggetto di stima.
Per l'ottenimento del Valore di ciascuna *startup*, hanno provveduto a rettificare tali valori per tener conto:

- della posizione finanziaria;
- di eventuali *surplus asset* e/o *liabilities*;
- del Trattamento di Fine Rapporto (di seguito anche "**TFR**")

così come risultanti dai bilanci al 31 dicembre 2022 delle società oggetto di analisi.

Dunque, gli Amministratori di Digital Magics, attraverso la metodologia del *Sum-of-the-Parts* – hanno determinato un Valore minimo ed un Valore massimo di Digital Magics e di Lventure considerando le seguenti rettifiche al patrimonio netto contabile delle Società al 31 dicembre 2022:

- plus(minus) valenze latenti minime e massime attribuibili alle partecipazioni detenute dalle Società nelle *startup* (così come dettagliato nelle pagine precedenti), al netto del relativo effetto fiscale da plusvalenza;
- valutazione separata dell'attività di Open Innovation, tramite l'applicazione di un multiplo medio di transazioni comparabili ai ricavi netti – riferibili a tale attività – previsti per il 2023;
- valutazione separata dell'attività di Venture Capital, valorizzata attraverso il "*Gordon Model*" sulla base dell'EBITDA normalizzato riferibile a tale attività. La *perpetuity* è stata costruita attraverso l'applicazione di un tasso di sconto specifico ed un tasso di crescita perpetuo allineato alle aspettative inflattive;
- Aumento di Capitale Luiss LVG pari ad Euro 2.500.000;
- annullamento di tutte le immobilizzazioni immateriali iscritte nei bilanci delle Società al 31 dicembre 2022.

5.3.5. Applicazione delle metodologie di valutazione prescelte dagli Amministratori di LVG

Coerentemente, rispetto all'architettura valutativa dettagliata in precedenza, al fine di derivare le rettifiche necessarie all'applicazione del metodo SOTP, gli Amministratori di LVenture Group hanno provveduto alla stima del Valore dei Portafogli Partecipazioni secondo LVG.
In particolare, il portafoglio di partecipazioni detenuto da LVenture è stato valutato da parte dei propri amministratori come segue:

- Indicatore di Valore di Primo Livello per 17 società;
- Metodo dell'Unlevered DCF per quattro società;
- Metodo delle Transazioni per sette società;
- un Valore nullo per cinque società, interamente svalutate nel bilancio intermedio di LVG chiuso al 30 giugno 2023.

Complessivamente, le società per cui il valore di iscrizione nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2022 è stato considerato rappresentativo del Valore sono ventuno, e rappresentano circa il 20% in termini di incidenza percentuale sull'ammontare complessivo delle immobilizzazioni finanziarie al 31 dicembre 2022[4].

Analogamente, gli Amministratori di LVG hanno determinato il Valore del portafoglio di partecipazioni detenuto da DM come segue:

- ventisette società sulla base di un Indicatore di Valore di Primo Livello;
- tre società con il Metodo dell'Unlevered DCF;
- una società con il Metodo delle Transazioni;
- una società sulla base del valore che la stessa ha nel bilancio al 31 dicembre 2023 (e nel bilancio intermedio al 30 giugno 2023)
- una società interamente svalutata coerentemente con quanto riportato all'interno del bilancio intermedio chiuso al 30 giugno 2023 di Digital Magics.

Infine, per 48 società gli Amministratori LVG non hanno effettuato analisi specifiche e, in modo omogeneo rispetto a quanto sviluppato sul proprio perimetro, hanno ritenuto di fare riferimento al *Fair Value* incluso nella Relazione sulla Gestione allegata al bilancio consolidato di Digital Magics al 31 dicembre 2022 per quelle partecipazioni per cui l'indicazione di Valore derivava da aumenti di capitale realizzati nel 2021 e nel 2020. Appare opportuno segnalare che in termini di Valore, le rimanenti partecipazioni risulterebbero poco materiali[5].

Le principali ipotesi alla base del Metodo Unlevered DCF sviluppato da parte degli Amministratori di LVG sono relative:

- a parametri di mercato desunti alla data del 22 settembre 2023;

---

[4] Come segnalato in precedenza, sei società (che rappresentano l'11% dell'ammontare complessivo delle immobilizzazioni finanziarie) hanno un valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2022 che deriverebbe da aumenti di capitale realizzati nel corso del 2021 e del 2020. Dunque, pur essendo anteriori rispetto ai 18 mesi considerati, gli stessi rappresenterebbero – ad oggi – la migliore indicazione di Valore in assenza di ulteriori informazioni utili.

[5] A tal riguardo, si segnala che tali partecipazioni rappresentavano circa il 10,6% del valore del portafoglio complessivo DM comunicato dagli Amministratori di DM ai fini illustrativi all'interno della Relazione sulla Gestione al 31 dicembre 2022

- ad una leva finanziaria ipotizzata pari a zero in virtù delle caratteristiche delle *startup* valutate;
- all'applicazione di un fattore correttivo di sconto ai flussi di cassa attesi basato su specifici tassi di mortalità;
- all'applicazione – ove ritenuto opportuno – della variante dell'Unlevered DCF conosciuta come metodologia dell'H-Model, che assume un tasso di crescita inizialmente elevato ma linearmente decrescente in un dato periodo fino al raggiungimento di un tasso di crescita normale e sostenibile in perpetuo;
- ad un tasso di crescita sostenibile applicato al *Terminal Value* pari al 2,02%, equivalente all'inflazione di lungo periodo (fonte: IMF);
- ad un tasso *risk free* pari alla media a sei mesi del titolo di stato italiano a trent'anni;
- un ARP fattorizzato nella determinazione del *Cost of Capital Unlevered* (di seguito anche "**CoC**") pari a 3,05%; e
- all'identificazione di un intervallo minimo-massimo attraverso la variazione dei parametri finanziari utilizzati (WACC +/- 0,50%; tasso di crescita perpetuo +/- 0,25%).

Infine, con riferimento al Metodo delle Transazioni, le principali ipotesi fattorizzate dagli Amministratori di LVG sono relative:

- all'utilizzo di un moltiplicatore EV/Sales in ragione della natura di *startup* delle società partecipate da LVG e DM;
- alla costruzione di campioni specifici prendendo a riferimento transazioni comparabili e completate tra gennaio 2018 e settembre 2023;
- all'applicazione del moltiplicatore ai Ricavi 2022; e
- all'applicazione di un multiplo medio e mediano al parametro di riferimento al fine di identificare un intervallo minimo-massimo.

Tramite gli elementi sopra descritti, gli Amministratori di LVG hanno stimato gli Enterprise Value delle società oggetto di stima.
Per l'ottenimento del Valore di ciascuna *startup*, hanno provveduto a rettificare tali valori per tener conto della posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2022 delle società oggetto di analisi.

Ciò posto, gli Amministratori di LVenture, attraverso la metodologia del *Sum-of-the-Parts* – hanno determinato un Valore minimo ed un Valore massimo di Digital Magics e di LVenture considerando le seguenti rettifiche al patrimonio netto contabile delle Società al 31 dicembre 2022:

- plus(minus) valenze latenti minime e massime attribuibili alle partecipazioni detenute dalle Società nelle startup (così come dettagliato nelle pagine precedenti), al netto del relativo effetto fiscale;

- valutazione separata dell'attività di Open Innovation, tramite l'applicazione di un multiplo medio di transazioni comparabili ai ricavi netti – riferibili a tale attività – previsti per il 2023;

- valutazione separata dell'attività di Venture Capital, valorizzata attraverso il "*Gordon Model*" sulla base dell'EBITDA normalizzato riferibile a tale attività. La *perpetuity* è stata costruita attraverso l'applicazione di un tasso di sconto specifico ed un tasso di crescita perpetuo allineato alle aspettative inflattive;

- Aumento di Capitale Luiss LVG pari ad Euro 2.500.000;

- annullamento di tutte le immobilizzazioni immateriali iscritte nei bilanci delle Società al 31 dicembre 2022;

- con riferimento a Digital Magics, nello scenario minimo sono state fattorizzate per intero le passività latenti identificate nella Due Diligence effettuata da KPMG.

Gli Amministratori di LVG hanno valutato gli Strumenti Finanziari di Digital Magics e di LVenture in modo omogeneo e coerente rispetto a quanto descritto in precedenza in merito alle attività svolte dagli amministratori DM nonché in linea con le procedure seguite da LVG per la valutazione dei propri strumenti per finalità di bilanci.

5.3.6. Considerazioni comuni per entrambe le Società

Al fine di addivenire ad un Valore per azione di entrambe le Società, gli Amministratori hanno considerato:

- per LVG, le azioni in circolazione alla data del 28 giugno 2023 (n. 53.657.855 azioni ordinarie) incrementate delle azioni massime da emettere al servizio dell'Aumento di Capitale Luiss LVG (n. 5.813.953), per un totale di n. 59.471.808 azioni ordinarie;

- per DM, le azioni in circolazione alla data del 28 giugno 2023 (n. 10.855.477 azioni ordinarie), pari alle azioni costituenti il capitale sociale, ossia a n. 11.003.677 azioni, dedotto il numero di azioni proprie, pari a n. 148.200. Differentemente da quanto considerato nelle Relazioni Originarie, i Consigli di Amministrazione non hanno considerato le azioni DM potenzialmente rivenienti dall'esercizio dei Warrant DM, delle SOP DM 2015-2023 e delle SOP DM 2021-2027, in quanto in nessuno scenario considerato a fini delle valutazioni tali strumenti sono risultati essere "*in the money*". Si segnala, altresì, che non è stata fattorizzata nelle valutazioni l'avvenuta conversione di #50 Warrant DM, in quanto il relativo impatto è stato considerato non materiale dagli Amministratori.

Nelle Relazioni viene infine precisato che i valori delle Società Partecipanti alla Fusione sono stati stimati in ipotesi di continuità aziendale ed in ottica cosiddetta "*stand alone*", ovvero valutando

disgiuntamente le singole realtà aziendali, a prescindere da considerazioni di carattere economico e finanziario sugli impatti della Fusione (es. sinergie ed economie di scala o di scopo).

Con riferimento alla valutazione del segmento Open Innovation e di quello del Venture Capital, il metodo di valutazione basato, rispettivamente, sul Metodo delle Transazioni e sul "*Gordon Model*" risultano – peraltro – di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati.

5.3.7. L'applicazione del Metodo di Controllo

Poiché le azioni di entrambe le Società sono ammesse alla negoziazione, quelle di LVG su un mercato regolamentato e quelle di DM su un sistema multilaterale, gli Amministratori hanno altresì verificato i prezzi delle azioni delle Società Partecipanti alla Fusione in intervalli di tempo giudicati significativi, avendo come data di riferimento il 9 marzo 2023 (giorno antecedente alla comunicazione al mercato dell'operazione di fusione).

Gli Amministratori hanno altresì condotto una analisi di liquidità, su diversi orizzonti temporali, dei titoli LVG e DM comparati con quella dei 40 titoli che compongono l'indice FTSE MIB, da cui è emerso che:

- i titoli LVG e DM sono caratterizzati da un *bid-ask spread* molto ampio rispetto a quello dell'indice FTSE MIB;
- i titoli LVG e DM sono caratterizzati da un *turnover* azionario sensibilmente minore di quello dell'indice per tutti gli orizzonti temporali oggetto di analisi;
- i titoli LVG e DM sono caratterizzati da una volatilità molto più marcata dell'indice.

Per le suddette ragioni, gli Amministratori di entrambe le Società hanno ritenuto di utilizzare il Metodo di Borsa quale Metodo di Controllo e non quale metodo principale.

Gli Amministratori di LVG hanno deciso di utilizzare il valore puntuale alla data del 9 marzo 2023 e la media a sei mesi, mentre gli Amministratori di DM hanno altresì osservato, in aggiunta agli orizzonti di cui sopra, anche le medie a 1 mese e a 3 mesi a partire sempre dalla data di riferimento del 9 marzo 2023.

Coerentemente (i) con le considerazioni fatte dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, e (ii) con lo sviluppo del SOTP, nell'applicazione del Metodo di Borsa, il prezzo per azione di LVG – per ciascun arco temporale considerato ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio – è stato considerato includendo anche il prezzo pari ad Euro 0,43 di ciascuna delle azioni da emettere a servizio dell'Aumento di Capitale Luiss LVG.

Anche in tale circostanza, al fine di addivenire ad un Valore per azione di entrambe le Società nel caso di esercizio del Metodo di Controllo, gli Amministratori hanno considerato:

- per LVG, le azioni in circolazione alla data del 28 giugno 2023 (n. 53.657.855 azioni ordinarie) incrementate delle azioni massime da emettere al servizio dell'Aumento di Capitale Luiss LVG (n. 5.813.953), per un totale di n. 59.471.808 azioni ordinarie.

- per DM, le azioni ordinarie in circolazione alla data del 28 giugno 2023 e pari a n. 10.855.477.

All'esito delle analisi condotte, gli Amministratori hanno concluso che anche il Metodo di Controllo conforta e conferma i risultati raggiunti con il metodo principale.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di LVenture

Gli Amministratori di LVG evidenziano nella loro Relazione le seguenti criticità derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate per determinare il Rapporto di Cambio:

- LVG e DM sono quotate rispettivamente sull'Euronext Milan e sull'Euronext Growth Milan. Sono state performate alcune analisi sul profilo di liquidità dei titoli, con l'obiettivo di verificare la significatività delle quotazioni delle azioni sui rispettivi mercati. I risultati di tali analisi hanno portato gli Amministratori a ritenere che il metodo delle quotazioni di borsa non sia idoneo ad essere utilizzato in questa specifica fattispecie come metodo di valutazione principale;

- data la natura delle Società Partecipanti alla Fusione, la maggior parte del valore delle stesse risulta concentrato nelle partecipazioni detenute nelle società partecipate. Nell'utilizzo della metodologia del *Sum-of-the-Parts* quale metodo di valutazione principale, poiché entrambe le Società detengono principalmente partecipazioni di minoranza, il livello informativo si è rivelato non sempre perfettamente aggiornato e altamente granulare. Pertanto, in taluni casi si è reso necessario utilizzare delle assunzioni ipotetiche fornite dagli Amministratori;

- per la stima del Valore delle società detenute sono state applicate metodologie e analisi di sensitività di diversa natura, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri finanziari e di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni anche significative;

- l'applicazione delle metodologie prescelte, in taluni casi, ha previsto l'utilizzo di stime economico-finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e macroeconomico. Inoltre, tale circostanza è resa ulteriormente complessa dall'attuale contesto macroeconomico caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità delle principali metriche di mercato e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni;

- le proiezioni economico-finanziarie si basano su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese dal Management delle Società Partecipanti alla Fusione. Tali ipotesi includono, *inter alia*, alcune assunzioni ipotetiche, che dipendono da fattori che sono in tutto o in parte al di fuori dell'influenza del Management e che presentano per loro natura profili di incertezza connessi anche ai possibili cambiamenti strutturali di mercato. Tale considerazione è peraltro accentuata dal contesto di mercato originatosi a seguito del conflitto tra la Federazione Russa e l'Ucraina, dei quali al momento non è possibile determinare puntualmente le implicazioni in relazione sia alla durata, sia ai possibili impatti attuali o potenziali sul *business* delle società oggetto di valutazione e sulla realizzabilità delle azioni strategiche sottostanti alle proiezioni. Si noti tuttavia che eventuali scostamenti tra

valori consuntivi e valori preventivati potrebbero impattare, anche significativamente sulle analisi condotte e sui relativi risultati;

- l'applicazione del Metodo delle Transazioni, nell'ambito dell'applicazione del metodo principale, può essere talvolta influenzata dalla limitata presenza di informazioni, da considerazioni relative al settore in cui le società operano e da altri fattori di natura patrimoniale, economica e finanziaria;

- nell'applicazione del Metodo di Borsa, il prezzo per azione di LVG per ciascun arco temporale considerato ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio è stato considerato pro-forma, includendo anche il prezzo pari ad Euro 0,43 di ciascuna delle azioni da emettere al servizio dell'Aumento di Capitale Luiss;

- gli Amministratori di LVG segnalano in particolare che, relativamente a DM:

    - uno degli asset dalle maggiori potenzialità dal punto di vista di mercato è Jumpstarter Inc., società che detiene una partecipazione in Hyperloop Transportation Technologies (di seguito anche "**HTT**");

    - la partecipazione indiretta in HTT, iscritta ad Euro 360.000, è stata valutata al costo storico di iscrizione in bilancio ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pur avendo avviato un'intensa negoziazione a fine 2022 per la possibile fusione per incorporazione con una SPAC (Forest Road Acquisition Corp.) ad una valutazione pari a c. Euro 550.000.000 (corrispondente ad un Valore pro-quota pari a c. Euro 12.000.000 in capo a DM);

    - a seguito della mancata concretizzazione della fusione sopra menzionata e a fronte di nuove commesse siglate non riflesse in un piano industriale approvato e messo a disposizione da parte degli organi di direzione di DM, gli Amministratori hanno optato di considerare prudentemente tale partecipazione al costo storico di iscrizione in bilancio;

    - alla luce di quanto sopra, HTT rappresenterebbe comunque un potenziale *upside* per gli azionisti di LVG.

7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di LVenture e di Digital Magics

In considerazione dell'applicazione della metodologia *Sum-of-the-Parts* precedentemente descritta, gli Amministratori hanno stimato i seguenti intervalli di valori delle Società Partecipanti alla Fusione.

Amministratori di Digital Magics

- Valore di LVenture compreso tra un minimo di Euro 27,3 milioni ed un massimo di Euro 28,4 milioni, corrispondenti ad un Valore per azione compreso tra 0,46 e 0,48;

- Valore di Digital Magics compreso tra un minimo di Euro 47,1 milioni ed un massimo di Euro 48,5 milioni, corrispondenti ad un Valore per azione compreso tra 4,34 e 4,47.

In considerazione degli intervalli di valore identificati e dividendo il Valore per azione della Società Incorporanda per quello della Società Incorporante, è stato determinato un *range* di concambio da un minimo di 9,09 – sulla base del rapporto tra il valore minimo risultante dalla valutazione di Digital Magics ed il valore massimo di LVenture – ad un massimo di 9,72 – sulla base del rapporto tra il valore massimo risultante dalla valutazione di Digital Magics ed il valore minimo di LVenture. Il Rapporto di Cambio è inteso come numero di azioni della Società Incorporante per ciascuna azione della Società Incorporanda.

Nell'ambito di suddetto intervallo, gli Amministratori di LVG e DM, all'esito delle negoziazioni tra gli stessi intervenute, hanno individuato il valore di 9,2 quale Rapporto di Cambio per la Fusione, e confermato dall'intervallo riveniente dall'applicazione del Metodo di Controllo basato sui prezzi di borsa (9,07 – 9,39).

Amministratori di LVenture

- Valore di LVenture per azione compreso tra 0,46 e 0,48

- Valore di Digital Magics per azione compreso tra 4,14 e 4,45.

In considerazione degli intervalli di valore identificati e suddividendo il Valore per azione della Società Incorporanda per quello della Società Incorporante, è stato determinato un *range* di concambio da un minimo di 9,06 – sulla base del rapporto tra valori minimi – ad un massimo di 9,31 – sulla base del rapporto tra valori massimi. Il Rapporto di Cambio è inteso come numero di azioni della Società Incorporante per ciascuna azione della Società Incorporanda.
Nell'ambito di suddetto intervallo, gli Amministratori hanno individuato il valore di 9,2 quale Rapporto di Cambio per la Fusione, considerato congruo nella *Fairness Opinion* di KPMG, e confermato dall'applicazione del Metodo di Controllo basato sui prezzi di borsa (intervallo da 9,07 a 9,39).

8 Lavoro svolto

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo:

- svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione;

- esaminato la documentazione prodotta dai Consulenti, nella fattispecie la *Fairness Opinion* di KPMG e la Stima Portafoglio Deloitte;

- avuto un confronto con i Consulenti incaricati dalle Società per analizzare gli approcci valutativi, le metodologie utilizzate, le principali scelte valutative e le aree di attenzione;

- in relazione alle Situazioni Patrimoniali *ex* art. 2501-*quater* del Codice Civile, abbiamo esaminato i bilanci al 31 dicembre 2022 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati – dai rispettivi Consigli di Amministrazione – in data 14 marzo 2023 per LVG e 21 marzo per DM, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3;

- avuto un confronto con le società di revisione di LVG e di DM per analizzare le principali aree di attenzione individuate durante il processo di revisione e le risultanze dello stesso;

- esaminato le relazioni emesse da dette società di revisione sul bilancio chiuso al 31 dicembre 2022;

- discusso con gli Amministratori di LVG le principali procedure seguite dalla Società in via propedeutica alla determinazione del *Fair Value* per le finalità proprie del bilancio di esercizio e del bilancio semestrale, fermo restando le incertezze ed i limiti intrinseci derivanti dalla stima del *Fair Value* per società che si trovano in una fase di *startup* e sono detenute con quote di minoranza;

- discusso con gli Amministratori di DM le principali procedure seguite dalle Società in via propedeutica alla determinazione del *Fair Value* incluso nella Relazione degli Amministratori per finalità informative allegata al bilancio consolidato e al bilancio consolidato semestrale, fermo restando le incertezze ed i limiti intrinseci derivanti dalla stima del *Fair Value* per società che si trovano in una fase di *startup* e sono detenute con quote di minoranza;

- discusso le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori in merito alla determinazione del Valore del portafoglio di società detenuto da LVG e DM e, in generale, in merito alla determinazione del Valore di LVG e DM. Tali determinazioni sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori;

- raccolto informazioni, attraverso anche chiarimenti verbali, sui documenti predisposti dai Consulenti;

- analizzato i bilanci semestrali approvati rispettivamente in data 14 settembre 2023 e in data 20 settembre 2023 dagli amministratori di LVG e DM. I bilanci semestrali sono stati soggetti a *limited review* da parte dei rispettivi revisori, che in data 29 settembre 2023 e in data 26 settembre 2023 hanno emesso le rispettive relazioni da noi esaminate.

- esaminato le relazioni emesse dalle società di revisione sui bilanci semestrali al 30 giugno 2023;

- discusso con gli Organi Amministrativi delle Società gli approcci valutativi, le metodologie adottate ed in generale il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;

- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna Società e delle relative partecipazioni da queste ultime detenute;

- 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;

- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;

- in relazione ai prezzi di mercato delle azioni LVG e di DM, quotate rispettivamente sull'Euronext Milan e sull'Euronext Growth Milan, analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa nel corso di vari orizzonti temporali, dei volumi di negoziazione, del *turnover ratio* e del *bid-ask spread*, allo scopo di apprezzare la liquidità del titolo e i volumi scambiati, in relazione all'applicazione del metodo di controllo delle quotazioni di borsa;

- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio elaborato mediante l'applicazione del metodo di valutazione principale adottati dagli Amministratori;

- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio elaborato mediante l'applicazione del Metodo di Controllo sviluppato dagli Amministratori sulla base dei prezzi di borsa delle Società Partecipanti alla Fusione;

- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di LVG e di DM, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;

- raccolto, attraverso discussione con gli Amministratori di LVenture e Digital Magics, informazioni circa gli Eventi Rilevanti, non straordinari, verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali utilizzate per il Rapporto di Cambio, al fine di analizzare gli effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;

- ricevuto formale attestazione dai legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento della Fusione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da comportare la necessità di apportare aggiornamenti alle valutazioni predisposte dagli Amministratori.

9 Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi a LVenture e Digital Magics, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.
Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee a esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.
Per tale ragione, le valutazioni per 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

diverse operazioni.

Gli Amministratori di LVG e di DM hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive assemblee dei soci, individuandolo, all'esito delle negoziazioni tra gli stessi intervenute, all'interno di ciascun intervallo rinveniente dalle metodologie sopra descritte.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di LVG e DM per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

In considerazione di quanto evidenziato al Paragrafo 5.1 che precede, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione, per come riportati nelle Relazioni degli Amministratori che hanno aggiornato, rettificato e sostituito le Relazioni Originarie (non costituendo, pertanto, queste ultime oggetto del presente parere):

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di LVG e di DM è stata effettuata dai rispettivi Organi Amministrativi per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale;

- le Società sono state valutate ricorrendo a due metodologie, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per LVG e DM. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di più metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di range di Rapporto di Cambio;

- nell'applicazione delle metodologie prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;

- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando LVG e DM su base c.d. "stand alone", come evidenziato nelle rispettive Relazioni. Tali valutazioni riflettono, dunque, 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 aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Sotto questo profilo, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, caratterizzate da un approccio tecnicamente appropriato;

- nel caso di specie, gli Amministratori di entrambe le Società hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle Società oggetto di valutazione, una metodologia con rilevanza principale (Sum-of-the-Parts o SOTP) e una metodologia con funzione di controllo (metodo delle quotazioni di borsa);

- la scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri patrimoniali (come il SOTP), sia criteri di mercato (come il metodo delle quotazioni di borsa) appare in linea con la migliore dottrina. In effetti, i metodi di tipo analitico e quelli di mercato risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali;

- è in linea con la prassi e la tecnica professionale per i veicoli di investimento, quali sono LVG e DM, l'effettuazione di una valutazione per somma di parti (*Sum of the Parts* o SOTP): tale approccio consente, infatti, di valorizzare adeguatamente le variegate partecipazioni attraverso l'applicazione di approcci metodologici differenziati, in quanto le singole aree di attività si caratterizzano spesso per profili di rischio, prospettive di crescita e transazioni comparabili diverse. Il metodo *Sum-of-the-Parts* risulta, peraltro, di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi patrimoniali, riconosciuti altresì dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Alla luce di quanto sopra, la scelta degli Amministratori al riguardo appare ragionevole e non arbitraria;

- anche gli approcci metodologici adottati dagli Amministratori per la stima del Valore delle singole partecipazioni nelle società in portafoglio risultano in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. Le valutazioni del capitale economico delle suddette società sono state effettuate dagli Organi Amministrativi per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodologie comunemente accettate e largamente condivise dalla prassi professionale;

- gli Amministratori hanno motivato le ragioni alla base della scelta della metodologia ritenuta opportuna ai fini della specifica valutazione delle partecipazioni detenute da LVG e DM. La valutazione del *Fair Value* delle singole partecipazioni di LVG e di DM è stata effettuata attraverso l'applicazione di metodologie di tipo empirico e di tipo analitico, nello specifico *(i)* l'osservazione dell'Indicatore di Valore di Primo Livello recente o, in assenza di quest'ultimo, il *(ii)* Metodo *Unlevered DCF* nelle circostanze in cui risultavano disponibili proiezioni economico-finanziarie attendibili; o il *(iii)* Metodo delle Transazioni. L'approccio complessivamente adottato dagli Amministratori appare ragionevole, in quanto in linea con le specificità delle singole società oggetto di valutazione;

- in primo luogo, nel caso in cu le società partecipate abbiano espresso una indicazione di prezzo derivante da operazioni straordinarie a valori di mercato nel corso degli ultimi 18 mesi, gli Amministratori hanno ritenuto di prendere in considerazione tali prezzi quali indicatori univoci del *Fair Value* della società partecipata in questione, ricalcolati pro quota in base alle partecipazioni rispettivamente detenute da LVG e da DM. La scelta di valorizzare le società partecipate, ove disponibili, sulla base dei valori ad esse attribuiti nell'ambito di operazioni di mercato intervenute recentemente tra controparti indipendenti risulta motivata e ragionevole;

- è in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia *Unlevered* DCF. Il metodo *Unlevered* DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Nelle Relazioni degli Amministratori non vengono indicati i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per il suo sviluppo, che sono stati da noi ricostruiti sulla base della documentazione di dettaglio messa a nostra disposizione e riportati, per opportuna completezza informativa dei soggetti destinatari della presente relazione, nel

precedente Paragrafo 5. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrarie;

- il Metodo delle Transazioni consiste nell'applicare all'azienda oggetto di valutazione una serie di rapporti, cioè di moltiplicatori, implicitamente espressi da operazioni realizzate sul mercato negli ultimi anni che hanno avuto a oggetto aziende di dimensioni e caratteristiche confrontabili. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo EV/Sales. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tali metodi valutativi, anch'esse da noi ricostruite e verificate sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società, appaiono ragionevoli;

- Con riguardo alle partecipazioni valutate sulla base del valore a cui le stesse risultano iscritte all'interno del bilancio delle Società al 31 dicembre 2022, dall'analisi della documentazione ricevuta è emerso che:

    i) con riferimento al portafoglio di partecipazioni detenuto da LVG, gli Amministratori di DM non hanno effettuato valutazioni specifiche su un numero di partecipazioni che rappresenta circa il 29% del valore del portafoglio. Queste partecipazioni sono state valutate al *Fair Value* facendo riferimento al valore di iscrizione nel bilancio chiuso al 31 dicembre 2022 (in linea con il valore incluso nel bilancio semestrale chiuso al 30 giugno 2023)[6]. A tal riguardo, appare utile segnalare che per talune di queste società – rappresentanti circa l'11% dell'ammontare complessivo delle partecipazioni – il valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2022 deriva da aumenti di capitale realizzati nel corso del 2021 e del 2020. Per le rimanenti partecipazioni gli Amministratori di DM hanno ritenuto di poter far riferimento alle valutazioni svolte dagli Amministratori di LVG, anche in ragione del fatto che il valore complessivo delle partecipazioni da loro analizzato in modo specifico è sostanzialmente allineato al valore iscritto nel bilancio semestrale di LVG chiuso al 30 giugno 2023. Giova segnalare infine che il valore delle partecipazioni non oggetto di specifica valutazione è estremamente frammentato, ad eccezione di una partecipazione che rappresenta circa il 9% del portafoglio partecipazioni di LVG. Si precisa peraltro che tale partecipazione è stata oggetto di valutazione da parte del consulente indipendente nominato da LVG (con cui gli Amministratori di DM si sono confrontati), che ha sostanzialmente confermato il valore iscritto in bilancio. Gli Amministratori DM hanno quindi ritenuto che, per le rimanenti partecipazioni, in ragione del valore unitario poco significativo, un eventuale scostamento nella valutazione della singola partecipata non avrebbe determinato un impatto rilevante sulla valutazione complessiva di LVG;

    ii) parallelamente, gli Amministratori di LVG hanno valutato – in via specifica ed analitica – un campione corrispondente al 86,6% del Fair Value[7] del portafoglio partecipazioni di DM. Per alcune ulteriori partecipazioni rappresentanti il 2,8% del

---

[6] Appare opportuno ricordare che LVG adotta – per la redazione dei propri bilanci – i Principi Contabili Internazionali IAS-IFRS. Dunque, le partecipazioni detenute dalla società sono iscritte al Fair Value nel rispetto del principio IFRS 13. Il bilancio al 31 dicembre 2022 ed il bilancio al 30 giugno 2023, sono stati oggetto di revisione contabile da parte della società di revisione Ernst & Young S.p.A.

[7] Così come risultante dalla Relazione sulla Gestione allegata al bilancio consolidato di Digital Magics al 31 dicembre 2022 e non soggetta a revisione.

portafoglio di DM, in linea con quanto sviluppato per il proprio portafoglio, gli Amministratori di LVG hanno ritenuto di poter fare riferimento al *Fair Value* stimato da Digital Magics derivante da aumenti di capitale avvenuti tra il 2020 e il 2021 e che, come confermato dagli Amministratori di DM, rappresentano la migliore stima del Fair Value di tali partecipazioni. Si segnala infine che per le rimanenti partecipazioni – rappresentanti circa il 10,6% dell'ammontare complessivo del valore delle partecipazioni (*cfr.* Nota 7) – gli Amministratori di LVG hanno ritenuto di poter fare riferimento al costo storico anche in ragione del fatto che (i) per talune di queste partecipazioni anche gli Amministratori DM ritengono che il costo di acquisto sia il migliore indicatore di Fair Value ad oggi disponibile, e che (ii) tale criterio di determinazione del Fair Value è coerente con la procedura adottata internamente da LVenture per le partecipazioni che non sono state oggetto di aumenti di capitale. Giova segnalare infine che il valore delle partecipazioni non oggetto di specifica valutazione è estremamente frammentato. Gli amministratori di LVG hanno quindi ritenuto che, per queste partecipazioni, un eventuale scostamento nella valutazione della singola partecipata non avrebbe determinato un impatto rilevante sulla valutazione complessiva di DM.

Alla luce delle considerazioni sopra riportate, da noi ricostruite sulla base delle informazioni messe a nostra disposizione e dai colloqui intervenuti con gli Amministratori ed i loro Consulenti, tenuto conto in particolare della frammentazione delle partecipazioni non oggetto di valutazioni specifiche ed analitiche e della sostanziale non materialità delle stesse rispetto alla valutazione complessiva delle Società Partecipanti alla Fusione, le scelte metodologiche degli Amministratori al riguardo appaiono nelle circostanze accettabili;

- le analisi di sensitività da noi autonomamente elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori ai fini dell'applicazione dell'approccio SOTP, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi;

- come richiamato precedentemente, gli Amministratori di entrambe le Società hanno sviluppato un Metodo di Controllo basato sui prezzi di borsa. Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori quale Metodo di Controllo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate, in quanto esprimono, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, riflettendo le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. In considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa come Metodo di Controllo appare motivata e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;

- come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono peraltro un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi che si vengono a formare per titoli caratterizzati da una forte liquidità e da volumi scambiati di

apprezzabile entità, tendono a riflettere il valore economico attribuibile tempo per tempo alla società. Nel caso di specie, gli Amministratori evidenziano all'interno delle rispettive Relazioni che il metodo di borsa non risulta idoneo ad essere utilizzato, in questa specifica fattispecie, come metodo di valutazione principale, alla luce delle risultanze delle analisi di liquidità effettuate sui titoli delle Società, che evidenziano una ridotta significatività delle quotazioni delle azioni nei rispettivi mercati. In particolare, gli Amministratori hanno effettuato analisi di liquidità, su diversi orizzonti temporali, dei titoli LVG e DM comparati con quella dei quaranta titoli che compongono l'indice FTSE MIB, da cui è emerso che (i) i titoli LVG e DM sono caratterizzati da un *bid-ask spread* molto ampio rispetto a quello dell'indice FTSE MIB; (ii) i titoli LVG e DM sono caratterizzati da un *turnover* azionario sensibilmente minore a quello dell'indice per tutti gli orizzonti temporali oggetto di analisi; (iii) i titoli LVG e DM sono caratterizzati da una volatilità molto più marcata dell'indice. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche dei titoli LVG e DM risultano confermate anche dalle analisi da noi autonomamente sviluppate in relazione ai suddetti indicatori rispetto ai titoli che compongono rispettivamente l'indice FTSE *All Share* e l'indice FTSE Italia *Small Cap*. Alla luce delle osservazioni appena richiamate, l'adozione da parte degli Amministratori del metodo di borsa con esclusive finalità di controllo appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;

- quanto alle concrete modalità applicative del metodo delle quotazioni di borsa prescelte dagli Amministratori per la determinazione del *range* di rapporto di cambio, sotto il profilo dell'ampiezza dell'arco temporale di riferimento gli Amministratori di LVG hanno preso in considerazione il dato puntuale al 9 marzo 2023 (giorno antecedente all'annuncio al mercato dell'operazione) e la media degli ultimi sei mesi: detti valori sono stati utilizzati come estremi ai fini della determinazione del *range* del rapporto di cambio (9,07 – 9,39). Gli Amministratori di DM hanno altresì osservato le medie a 1 mese e 3 mesi, con risultati (rispettivamente 9,11 e 9,36) ricompresi nel *range* di rapporto di cambio formato dal valore puntuale e dalla media a sei mesi (9,07 – 9,39). Pur non risultando l'utilizzo di un dato puntuale pienamente coerente con le caratteristiche dei titoli sopra evidenziate, che avrebbero in linea di principio potuto condurre gli Amministratori all'utilizzo di dati medi di mercato anche per l'individuazione dell'estremo inferiore del *range*, i risultati del dato puntuale e della media a un mese evidenziano in pratica una sostanziale corrispondenza degli esiti delle due modalità applicative (9,07 rispetto a 9,11). Nel complesso, la scelta degli Amministratori di esaminare i corsi di borsa esclusivamente in un periodo cd. *unaffected*, vale a dire non influenzato dall'annuncio al mercato dell'operazione intervenuto il 10 marzo 2023, appare ragionevole e in linea con la migliore prassi e tecnica professionale;

- gli Amministratori hanno sviluppato il Metodo di Controllo tenendo conto dell'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Luiss LVG per complessivi Euro 2,5 milioni a un prezzo per azione pari ad Euro 0,43. In considerazione del fatto (i) che tale aumento di capitale non era noto al mercato al momento dell'annuncio dell'operazione e, dunque, le relative informazioni non sono riflesse nei corsi di borsa anteriori al 9 marzo 2023 presi in considerazione ai fini del Metodo di Controllo; (ii) che una parte dello stesso risulta interamente versato alla data del presente parere; (iii) che la seconda parte sarà eseguita prima che possa essere terminato il processo relativo alla fusione (essendo lo stesso subordinato al versamento dell'intero aumento di capitale) e (iv) che lo stesso è stato uno degli elementi fondamentali alla base della definizione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione, la scelta degli Amministratori al riguardo, pur non espressamente motivata nell'ambito delle rispettive Relazioni, appare accettabile nelle circostanze;

- nel contesto delle proprie valutazioni per la determinazione del numero delle azioni di LVG ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, gli Amministratori non hanno considerato l'effetto delle azioni di compendio al servizio dei Warrant DM, delle SOP DM 2015-2023 e delle SOP DM 2021-2027, in quanto l'esercizio dei richiamati strumenti non risulterebbe, allo stato, economicamente prevedibile (situazione che, nella prassi valutativa, viene definita *"out of the money"*). L'approccio adottato dagli Amministratori risulta, nelle circostanze, appropriato sotto un profilo tecnico e in linea con la migliore prassi valutativa.

10 Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

(i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione sulla base del Metodo Unlevered DCF si fondano su previsioni economico-finanziarie. Come anche evidenziato dagli Amministratori di LVG e come riportato nel paragrafo 6 del presente parere, i dati prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni delle Società Partecipanti alla Fusione, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi e tanto più accentuati, nelle circostanze, dalla situazione di conflitto militare tra Russia e Ucraina, dalle più recenti tensioni politico-militari tra Cina e Taiwan e quelle tra Israele e la Palestina, non essendo possibile prevedere quanto tali emergenze potranno durare, né i possibili impatti attuali o potenziali sul *business* delle Società e delle loro partecipate. In questo contesto, PricewaterhouseCoopers SpA sottolinea che i potenziali scostamenti tra valori preventivati e valori consuntivi potrebbero essere significativamente superiori rispetto al passato;

- come evidenziato anche all'interno della Relazione degli Amministratori di LVG, l'applicazione del Metodo delle Transazioni, nell'ambito dell'applicazione del metodo principale, può essere talvolta influenzata dalla limitata presenza di informazioni, da considerazioni relative al settore in cui le società operano e da altri fattori di natura patrimoniale, economica e finanziaria;

- come evidenziato anche all'interno delle Relazioni, l'applicabilità del Metodo di Borsa nel caso di specie presenta limitazioni soprattutto a causa della ridotta significatività delle quotazioni delle azioni nei rispettivi mercati. Tali considerazioni sono state confermate dalle analisi di liquidità da noi effettuate, che hanno evidenziato come i titoli LVG e DM siano caratterizzati (i) da un *bid-ask spread* molto ampio rispetto a quello degli indici FTSE MIB, FTSE *All Shares* e FTSE Italia *Small Cap*; e (ii) da un *turnover* azionario sensibilmente ridotto;

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il Metodo di Borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani sia internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale, tanto più accentuata nelle circostanze dagli eventi di natura geopolitica appena richiamati. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

- per sua natura il processo valutativo non rappresenta una mera applicazione di criteri e formule ma è il risultato di un'architettura complessa di analisi e di stima nella quale sono inevitabilmente riflessi elementi di soggettività. Tale circostanza è corroborata dalle peculiarità degli *asset* oggetto di valutazione, che si configurano come investimenti di minoranza in società in fase di *startup* caratterizzate da un'elevata alea relativamente alle probabilità di sopravvivenza e di sviluppo, nonché alle possibili evoluzioni del *business* in cui le stesse operano. In tale contesto, inoltre, il livello informativo può rivelarsi non sempre aggiornato, attendibile e dettagliato. Pertanto, gli impatti di possibili eventi inattesi e non ragionevolmente prevedibili potrebbero essere significativi.

(ii) Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:

- come evidenziato all'interno della Relazione di LVG e come riportato nel paragrafo 6 del presente parere, Jumpstarter Inc. è una delle partecipazioni nel portafoglio di DM che gli Amministratori di LVG ritengono essere caratterizzata da maggiori potenzialità dal punto di vista di mercato. Tale società detiene a sua volta una partecipazione in HTT. A fine 2022 è stata avviata un'intensa negoziazione per la possibile fusione per incorporazione di HTT con una SPAC (Forest Road Acquisition Corp.) ad una valutazione – in quota DM – pari a circa Euro 12.000.000. A seguito della mancata concretizzazione della fusione sopra menzionata, non essendo disponibili informazioni aggiornate che consentano una stima attendibile del *Fair Value* di tale partecipazione, Jumpstarter Inc. è stata prudenzialmente valutata – ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio – dagli Amministratori di LVG e dagli Amministratori di DM pari ad Euro 360.000, in linea con il costo storico di iscrizione nel bilancio consolidato di DM al 31 dicembre 2022. La valutazione è coerente con il *Fair Value* incluso ai fini informativi nella relazione sulla gestione allegata al bilancio semestrale di DM chiuso al 30 giugno 2023. Secondo gli Amministratori di LVG, la partecipazione in HTT rappresenta comunque un potenziale *upside* nella valorizzazione del patrimonio netto di Digital Magics;

- come segnalato nelle Relazioni, anche in considerazione dell'ambiente dinamico nel quale operano le Società Partecipanti alla Fusione, a seguito della pubblicazione delle Relazioni Originarie i Consigli di Amministrazione hanno riscontrato l'accadimento di alcuni Eventi Rilevanti, non straordinari, che hanno richiesto una opportuna verifica delle informazioni precedentemente fornite, anche ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile. Pertanto si richiama l'attenzione sul fatto che, ferma la data di riferimento al 31 dicembre 2022 delle Situazioni Patrimoniali (rappresentate dai bilanci delle Società a tale

data) e le metodologie valutative prescelte, le valutazioni condotte dagli Amministratori incorporano e tengono conto di informazioni e dati più recenti e aggiornati, rivenienti (i) dalle relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2023 delle Società Partecipanti alla Fusione, (ii) dal completamento di talune operazioni sul capitale di alcune *start-up* partecipate, (iii) dalla disponibilità di aggiornate informazioni relative ad alcune società partecipate a seguito della pubblicazione, da parte delle stesse, dei bilanci relativi all'esercizio 2022 e (iv) da variazioni nelle condizioni di mercato in cui operano LVG e DM e/o le *start-up* in cui le stesse hanno investito, nonché il consolidamento di *trend* macro-economici esogeni.

- esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti Paragrafi 9 e 10, e in particolare al paragrafo 10 *sub ii)*, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

numero 46 azioni ordinarie di LVenture Group S.p.A.
per ogni numero 5 azioni di Digital Magics S.p.A.

Milano, 30 ottobre 2023

PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Andrea Rizzardi
(Revisore legale)