

**NEXI S.p.A.**  
**NETS TOPCO 2 S.à r.l.**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 – *SEXIES* DEL CODICE CIVILE E  
DELL'ART. 9 COMMA 3 DEL D.LGS. 108 DEL 30 MAGGIO 2008  
E ART. 1021-6 DELLA LEGGE LUSSEMBURGHESE DEL 10 AGOSTO 1915**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 – SEXIES DEL CODICE CIVILE E  
DELL'ART. 9 COMMA 3 DEL D.LGS. 108 DEL 30 MAGGIO 2008  
E ART. 1021-6 DELLA LEGGE LUSSEMBURGHESE DEL 10 AGOSTO 1915**

## **1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

Su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da NEXI S.p.A. (nel seguito “NEXI” o “Società Incorporante”) e NETS TOPCO 2 S.à r.l. (nel seguito “NETS” o “Società Incorporanda” e, insieme a NEXI, le “Società” o le “Società Partecipanti alla Fusione”), con provvedimento datato 10 dicembre 2020, il Tribunale di Milano ha designato PKF Italia S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell’art. 2501–sexies del Codice Civile e ai sensi dell’art. 1021-6 della legge lussemburghese del 10 agosto 1915 (la “Legge Societaria Lussemburghese”), secondo quanto prescritto dall’art. 9, comma 3, ultimo periodo del D. Lgs. 108 del 30 maggio 2008 e .s.m.i. la relazione sulla congruità del rapporto di cambio tra le azioni della Società Incorporante e le azioni della Società Incorporanda (di seguito il “Rapporto di Cambio”).

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo tra l’altro ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di NEXI e dal Consiglio di Amministrazione di NETS (di seguito, congiuntamente, gli “Amministratori”) la seguente documentazione relativa alla prospettata fusione per incorporazione transfrontaliera di NETS in NEXI (nel seguito, anche la “Fusione”):

- (i) il progetto di fusione per incorporazione transfrontaliera di NETS in NEXI (di seguito il “Progetto di Fusione”), approvato dal Consiglio di Amministrazione di NEXI e NETS rispettivamente in data 22 dicembre 2020 e 30 dicembre 2020;
- (ii) la Relazione illustrativa (la “Relazione degli Amministratori NEXI”) datata 28 gennaio 2021 di NEXI predisposta dagli Amministratori che illustra e giustifica, ai sensi dell’art. 2501-quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio delle azioni e i criteri di determinazione dello stesso;
- (iii) la Relazione illustrativa predisposta dal consiglio degli amministratori di NETS datata 27 gennaio 2021 (la “Relazione degli Amministratori Nets” e, unitamente alla Relazione degli Amministratori NEXI, le “Relazioni”) che illustra e giustifica, ai sensi dell’art. 1021-5 della Legge Lussemburghese, il Rapporto di Cambio delle azioni e i criteri di determinazione dello stesso;
- (iv) la situazione patrimoniale ed economica di NEXI al 30 settembre 2020 approvata dal Consiglio di Amministrazione di NEXI in data 22 dicembre 2020 redatta ai sensi dell’art. 2501-quater del Codice Civile;

- (v) la situazione patrimoniale di NETS al 30 settembre 2020 approvata dal Consiglio di Amministrazione di NETS in data 30 dicembre 2020 redatta ai sensi dell'art. 1021-1 (1) (4) 5 della Legge Societaria Lussemburghese.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione, previste entro il mese di Marzo 2021.

## 2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di NETS in NEXI (l'"Operazione").

NEXI è una società per azioni di diritto italiano ed ha per oggetto *"l'attività di assunzione di partecipazioni, non nei confronti del pubblico, in società ed enti, ivi incluse quelle finanziarie nonché società che abbiano ad oggetto l'attività di emissione di moneta elettronica e/o la prestazione di servizi di pagamento"*.

Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di NEXI, pari a Euro 57.070.707 interamente versato, suddiviso in n. 627.777.777 azioni ordinarie (le "Azioni NEXI"),, prive del valore nominale è posseduto come segue:

- Mercury UK Holdco Ltd ("Mercury")	20,75%
- Government of Singapore Investment Corporation PTE Ltd	3,186%
- Intesa Sanpaolo S.p.A.	10,489%
- Altri azionisti (mercato)	66,25%

Le azioni di NEXI sono quotate al Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A (il "M.T.A.").

NETS è una società a responsabilità limitata (*société à responsabilité limitée*), costituita ai sensi del diritto del Granducato del Lussemburgo che ha per oggetto l'esercizio dell'attività di holding di partecipazioni di qualsiasi genere in società lussemburghesi e straniere. Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di NETS, pari a DKK 11.000.000 interamente versato, suddiviso in n. 1.100.000.000 azioni ordinarie, dal valore nominale di DKK 0,01, posseduto al 100% da NETS TOPCO 1 S.à.r.l., società a responsabilità limitata (*société à responsabilité limitée*) costituita ai sensi del diritto lussemburghese, con sede legale in 15, boulevard F. W. Raiffeisen, L-2411 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo, iscritta nel Registre de Commerce et des Sociétés in Lussemburgo al numero B217675 ("NETS TOPCO 1").

I Consigli di amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione (i "Consigli" e ciascuno di essi il "Consiglio") hanno elaborato congiuntamente un progetto di fusione transfrontaliera (il "Progetto di Fusione") al fine di realizzare una fusione transfrontaliera ai sensi delle disposizioni della Direttiva Europea (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti del diritto societario (la "Direttiva").

La Fusione si qualifica come fusione transfrontaliera ai sensi dell'articolo 2 del Decreto Legislativo 108/2008 e degli articoli 1020-1 ss. della Legge Societaria Lussemburghese.

Il Progetto di Fusione è stato redatto in conformità alle intese tra NEXI, NETS, NETS TOPCO 1 e gli attuali azionisti di quest'ultimo, ovvero: (i) Evergood H&F Lux S.à.r.l., (ii) AB Europe (Luxembourg) Investment S.à r.l., (iii) Eagle (AIBC) & Cy S.C.A., (iv) Eiffel Investment Pte Ltd ("Eiffel"), (v) nInvestment 1 ApS, (vi) nInvestment Lux S.C.Sp. (vii), Bamboh Co-investment ApS, (viii) Stargazer Invest APS, (ix) EmpCo A/S ((i) a (ix), collettivamente, gli "Attuali Azionisti Nets"; gli Attuali Azionisti Nets, ad eccezione di Eiffel, gli "Azionisti Nets").

In considerazione della nazionalità delle Società Partecipanti alla Fusione e delle disposizioni della legge lussemburghese del 19 dicembre 2002 sul Registro del Commercio e delle Imprese e sulla contabilità e i bilanci annuali delle imprese (la "Legge RCS Lux") e del Decreto Legislativo 108, nonché della prevista quotazione delle Azioni di Compendio (le azioni spettanti agli Azionisti NETS a seguito della Fusione). Il Progetto di Fusione è stato redatto in italiano e in inglese, nonché tradotto in francese

Per effetto della fusione transfrontaliera, NETS sarà incorporata e cesserà di esistere come entità autonoma e NEXI acquisirà tutte le attività e assumerà tutte le passività di NETS.

In conformità alle intese tra NEXI e gli Attuali Azionisti NETS, la Fusione si inserisce in una più ampia operazione che prevede anche la riorganizzazione della struttura societaria e del capitale sociale di NETS TOPCO 1 e NETS da realizzarsi prima della data di efficacia della Fusione, in conformità alle attività di seguito descritte:

- (i) la cessione da parte dei finanziatori (tali finanziatori sono i soci diretti e indiretti di NETS TOPCO 1), nell'ambito di alcuni contratti di finanziamento intercompany (i "Contratti di Finanziamento"), del beneficio dei crediti vantati da tali finanziatori nei confronti di NETS, nell'ambito dei Contratti di Finanziamento, a NETS TOPCO 1;
- (ii) la sottoscrizione da parte di NETS TOPCO 1 di n. 597.530.498 azioni ordinarie di NETS, con compensazione del prezzo di sottoscrizione di tali azioni con l'importo complessivo dovuto da NETS a NETS TOPCO 1, al fine di estinguere tutti i rapporti in essere ai sensi dei Contratti di Finanziamento;
- (iii) la sottoscrizione da parte di NETS TOPCO 1 di n. 612.207.308 azioni ordinarie di NETS, con compensazione del prezzo di sottoscrizione di tali azioni con gli importi dovuti a NETS TOPCO 1 nell'ambito di alcuni certificati di azioni privilegiate emessi da NETS (i "PEC");
- (iv) lo scioglimento volontario e l'apertura della liquidazione di NETS TOPCO 1 (la "Liquidazione") e, a seguito dell'apertura della Liquidazione, la distribuzione di tutte le azioni di NETS detenute da NETS TOPCO 1 agli Attuali Azionisti di NETS TOPCO 1 in conformità alla c.d. "waterfall" prevista dallo statuto sociale di NETS TOPCO 1, sia per effetto di una distribuzione provvisoria dell'eccedenza di liquidazione decisa dal liquidatore di NETS TOPCO 1 (allora in liquidazione) e/o per effetto del completamento della Liquidazione;
- (v) immediatamente dopo il completamento della Liquidazione, il trasferimento di tutte le azioni ordinarie NETS detenute da Eiffel a Evergood H&F Lux S.à r.l., in cambio di un'emissione di strumenti finanziari da parte di quest'ultima;

in modo tale che, per effetto delle azioni e delle attività di cui sopra: (i) l'intero capitale sociale di NETS sia rappresentato esclusivamente da azioni ordinarie e sia pari a DKK 23.097.378,06 suddivise in n. 2.309.737.806 azioni ordinarie (ii) tutte le azioni ordinarie di NETS al tempo in circolazione siano detenute direttamente dagli Azionisti Nets (la "Riorganizzazione Preliminare"). La Riorganizzazione Preliminare non avrà alcun impatto sul Rapporto di Cambio.

Successivamente al perfezionamento della Riorganizzazione Preliminare, ma anteriore alla data di efficacia della Fusione, si prevede che gli azionisti di NETS siano:

- Evergood H&F Lux S.à r.l.	63,7%
- AB Europe (Luxembourg) Investment S.à.r.l.	12,85%
- Eagle (AIBC) & CY SCA	19,39%
- Altri azionisti	4,06%

Come riportato nelle relazioni, la Fusione è considerata strategica per la crescita internazionale e la rete operativa di NEXI e porterebbe alla creazione della paytech leader a livello europeo, in quanto rafforzerebbe la solidità e le prospettive della Società attraverso:

- (i) un'ulteriore diversificazione su un elevato numero di mercati,
- (ii) un portafoglio completo di prodotti e servizi per i clienti,
- (iii) una maggiore esposizione al business dell'e-commerce
- (iv) una maggiore diversificazione del portafoglio clienti.

Peraltro, la Fusione rappresenta per le Società Partecipanti alla Fusione un'opportunità strategica unica per poter conseguire i propri obiettivi di crescita internazionale, che sono stati ritenuti altrimenti difficilmente raggiungibili nel breve periodo mediante la crescita interna o altre operazioni di M&A, essendo il mercato europeo molto frammentato, caratterizzato dalla presenza di molti player nazionali di dimensioni contenute, non tutti disponibili quali target di acquisizione.

In particolare, NETS è a capo di uno dei principali player pan-europei nel settore paytech, attivo in 20 paesi, con una posizione di leadership nei mercati dei pagamenti digitali più avanzati - come lo sono i paesi nordici - nonché nei mercati con un significativo potenziale di crescita (come Germania, Austria, Svizzera, Polonia, nonché gli altri Paesi dell'Europa centrale e orientale con grandi opportunità).

L'operazione permetterà al gruppo nascente dalla Fusione di:

- (i) diventare il principale operatore nel mercato dei pagamenti digitali;
- (i) creare la più grande piattaforma a livello pan-europeo capace di generare un profilo di leadership superiore in termini di prodotti ed efficienza;
- (iii) beneficiare del significativo potenziale di crescita derivante dalla propria posizione di leadership ed esposizione in mercati europei attraenti (dall'Italia in forte crescita, ai mercati strutturalmente molto attraenti come Germania/DACH e Polonia/CSEE, fino ai paesi del Nord Europa, altamente avanzati e innovativi), con un mercato complessivo aggredibile quattro volte superiore rispetto alle potenzialità attuali di NEXI;

- (iv) fare leva su una completa gamma di prodotti che coprono tutto l'ecosistema dei pagamenti, con punti di forza nel segmento *acquiring* e nell'*e-commerce*, e la capacità di supportare *merchants* internazionali con soluzioni specifiche per ciascun settore in maniera flessibile su paesi, canali e metodi di pagamento;
- (v) creare una piattaforma tecnologica *best-of-breed* che fa leva sulla complementarità e ampia scala;
- (vi) conseguire un profilo superiore di profittabilità e generazione di cassa su larga scala, con resilienza del business ulteriormente rafforzata grazie alla diversificazione geografica, all'esposizione all' *e-commerce* e alla concentrazione della base clienti significativamente ridotta;
- (vii) avere una posizione unica per cogliere ulteriori future opportunità di crescita organica e inorganica in Europa.

Come illustrano gli amministratori nelle loro relazioni, la stipula dell'Atto di fusione relativo alla Fusione (l'"Atto di Fusione") è subordinata all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) delle seguenti condizioni sospensive:

- (i) ricevimento dell'autorizzazione antitrust da parte della Commissione europea (o delle autorità competenti di uno o più Stati membri dell'UE o di uno o più Stati EFTA nel caso in cui tutta o una parte della Fusione sia deferita, in tutto o in parte, o si consideri deferita, ai sensi del regolamento o del protocollo 24 dell'accordo sullo Spazio Economico Europeo, dalla Commissione europea a tali autorità) o la mancata adozione di una decisione entro la relativa scadenza prevista per la decisione;
- (ii) ricevimento dell'autorizzazione antitrust da parte di ciascuna delle Autorità di Germania e Austria competenti per il controllo delle concentrazioni;
- (iii) concessione del consenso richiesto, dell'approvazione, dell'autorizzazione, della conferma o della licenza ai sensi delle leggi applicabili in materia di investimenti stranieri di Austria, Germania, Italia e Slovenia (o conferma da parte delle autorità competenti che non è richiesto alcun consenso, approvazione, autorizzazione, conferma o licenza);
- (iv) approvazione da parte della FSA danese (o assenza di diniego scritto durante il periodo di istruttoria), di NEXI, e di ciascun soggetto che la FSA danese ritenga stia acquisendo una partecipazione qualificata in NETS Denmark A/S ai sensi dell'articolo 21 della Legge Danese sui Pagamenti (Legge n. 652 dell'8 giugno 2017) (in danese: *Lov om betalinger*), come di volta in volta modificata;
- (v) approvazione da parte della FSA finlandese del previsto cambio di proprietà indiretta (e degli stretti legami) di Paytrail Oyj;
- (vi) assenza di un divieto, o approvazione, da parte dell'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* ("BaFin")) dell'acquisizione da parte di NEXI (e di qualsiasi altra persona che si qualifichi come presunto acquirente tenuta ad effettuare il deposito) di una partecipazione qualificata indirettamente detenuta da NETS nelle entità vigilate da BaFin;
- (vii) assenza di opposizione da parte dell'Autorità di Vigilanza Finanziaria Polacca (*Komisja Nadzoru Finansowego*, ("KNF")) in merito al progetto di acquisizione da parte di NEXI (e delle relative affiliate o dei relativi azionisti diretti o indiretti, o di qualsiasi altro soggetto rilevante, a seconda dei casi) delle partecipazioni qualificate indirettamente detenute da NETS in tutte le entità vigilate da KNF, entro i termini di legge;

- (viii) assenza di opposizione da parte della FSA norvegese ai sensi delle condizioni imposte dall'autorizzazione concessa dal Ministero delle Finanze norvegese in data 12 aprile 2010 relativa alla fusione tra PBS Holdings A/S e Nordito AS;
- (ix) approvazione (o assenza di un diniego scritto durante il periodo di valutazione) da parte della Banca d'Italia all'acquisizione di una partecipazione qualificata in NEXI Payments S.p.A. e Mercury Payment Services S.p.A. da parte di NETS TOPCO 1 (o da parte dei loro rispettivi soggetti controllanti finali, a seconda dei casi) e/o da parte di qualsiasi altro soggetto che si ritenga acquisisca tale partecipazione qualificata in relazione alla Fusione;
- (x) perfezionamento del Progetto Centurion (come di seguito definito);
- (xi) pubblicazione della presente relazione, che confermi che i metodi di valutazione sono adeguati nelle circostanze e che sono stati applicati correttamente ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- (xii) approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di NEXI (fermo restando che tale approvazione sarà considerata anche ai fini dell'art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Consob n. 11971/99 come successivamente modificato e integrato) e approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di NETS;
- (xiii) adempimento da parte di NEXI e NETS (anche con riferimento alle proprie controllate) di alcune obbligazioni pre-closing rilevanti concordate tra le parti;
- (xiv) mancato verificarsi di qualsiasi cambiamento avverso rilevante;
- (xv) approvazione da parte della FSA finlandese del previsto cambio di proprietà indiretta (e degli stretti legami) di Checkout Finland Ltd., laddove la prospettata acquisizione di quest'ultima da parte di Paytrail Oyj sia perfezionata prima della stipula dell'Atto di Fusione.

Le condizioni sospensive dovranno verificarsi (o essere rinunciate) entro la data che cade 15 mesi dopo il 15 novembre 2020. Se entro la suddetta data tutte le condizioni non si saranno avverate o non saranno state rinunciate, l'Atto di Fusione non sarà stipulato.

Infine, l'efficacia dell'Atto di Fusione sarà subordinata alla condizione che:

- (i) la Consob abbia autorizzato per iscritto la pubblicazione del prospetto informativo per l'ammissione alla negoziazione sul M.T.A. delle Azioni di Compendio
- (ii) Borsa Italiana S.p.A. abbia autorizzato l'ammissione alla negoziazione sul M.T.A. delle Azioni di Compendio (e, se del caso, delle Azioni *Earn-out* Centurion di cui nel seguito) (congiuntamente, le "Condizioni dell'Atto di Fusione").

In aggiunta alle condizioni di cui sopra, prima della data di sottoscrizione dell'Atto di Fusione:

- (i) dovrà essere decorso il termine di 60 giorni dalla data di iscrizione della deliberazione dell'Assemblea Straordinaria di NEXI presso il Registro delle Imprese di Milano-Monza-Brianza-Lodi senza che nessun creditore di NEXI – il cui credito sia sorto in una data anteriore a quella dell'iscrizione del presente Progetto di Fusione presso il competente Registro delle Imprese – abbia proposto opposizione alla Fusione ai sensi dell'art. 2503 del codice civile italiano, ovvero, nel caso in cui sia stata proposta opposizione alla Fusione: (a) tale opposizione sia stata rinunciata, definita in via transattiva o respinta, e/o (b) NEXI abbia depositato presso una banca le somme necessarie a soddisfare i propri creditori opposenti o comunque siano stati posti in essere gli oneri e i rimedi di cui all'art. 2503 del

- (ii) codice civile italiano, e/o il Tribunale competente (qualora abbia ritenuto infondato il rischio di pregiudizio dei creditori o qualora siano state prestate adeguate garanzie da parte di NEXI sufficienti a soddisfare i propri creditori) abbia emesso un provvedimento che autorizzi comunque la Fusione, nonostante l'opposizione, ai sensi del combinato disposto degli articoli 2503 e 2445 del codice civile italiano;
- (iii) la Riorganizzazione Preliminare dovrà essere stata completata; e
- (iv) dovranno essere state perfezionate tutte le formalità preliminari alla Fusione, compresa la consegna da parte del notaio lussemburghese scelto da NETS del proprio certificato che attesti in modo definitivo la corretta realizzazione degli atti e delle formalità preliminari alla Fusione ai sensi dell'articolo 127 della Direttiva.

NEXI sarà la società risultante dalla Fusione e manterrà l'attuale forma giuridica, la denominazione sociale e la sede legale e, pertanto, continuerà ad essere soggetta alla legge italiana.

Per effetto della Fusione, NETS sarà incorporata in NEXI e cesserà di esistere come entità autonoma e NEXI acquisirà tutte le attività e assumerà tutte le passività nonché gli altri rapporti giuridici di NETS.

Come illustrato dagli Amministratori, nelle Relazioni, qualsiasi modifica sostanziale delle attività o passività delle Società, intervenuta tra la data della Relazione e la data o le date delle assemblee degli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione che approveranno la Fusione, sarà comunicata alla relativa assemblea degli azionisti e al Consiglio dell'altra Società Partecipante alla Fusione in conformità alle disposizioni dell'articolo 1021-5 (2) della Legge Societaria Lussemburghese e dell'articolo 2501-quinquies, comma 3, del codice civile italiano.

Il Progetto di Fusione prevede inoltre, a valere sul concambio, l'emissione di quanto esposto nel seguito:

(i) Earn-out Centurion

Un numero aggiuntivo di Azioni NEXI (le "**Azioni Earn-out Centurion**") potrà essere emesso e assegnato agli Azionisti NETS senza ulteriore aumento del capitale sociale (l'**Earn-out Centurion**) a seconda dell'ammontare dei proventi effettivamente incassati da Nets A/S in relazione alla vendita di Centurion DK A/S, Centurion NO AS e Centurion NNI AS a Mastercard/Europay U.K. Limited e Mastercard International Incorporated ai sensi del contratto di compravendita del 6 agosto 2019, come di volta in volta modificato ("**Progetto Centurion**"). Si veda in dettaglio il successivo paragrafo 7.2.1

(ii) Earn-out EBITDA

Un numero aggiuntivo di Azioni Nexi (le "**Azioni Earn-out EBITDA**") può essere emesso e assegnato agli Azionisti NETS senza ulteriore aumento del capitale sociale (l'**Earn-out EBITDA**) a seconda della redditività del Gruppo NETS per il periodo compreso tra il 1° gennaio 2021 e il 31 dicembre 2021, che sarà determinata (se del caso e in che misura) non appena ragionevolmente possibile dopo l'approvazione dei bilanci consolidati di gestione di fine esercizio di Nets Topco 3 S.à r.l e della sua controllata al 31 dicembre 2021 e, in ogni caso, entro il 28 febbraio 2022 sulla base della formula descritta nell'Allegato 4 al Progetto di Fusione (il "**Corrispettivo Earn-out EBITDA**"). Si veda in dettaglio il successivo paragrafo 7.2.2

### **3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società non abbiamo effettuato una valutazione economica di NEXI e di NETS.

Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori delle Società.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sul metodo di valutazione adottato dagli Amministratori delle due società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

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

### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. In particolare abbiamo richiesto e analizzato la seguente documentazione:

- (i) lo Statuto vigente di NEXI e post Fusione;
- (ii) lo Statuto vigente di NETS;
- (iii) la situazione patrimoniale di NEXI al 30 settembre 2020;
- (iv) la relazione finanziaria semestrale consolidata di NEXI al 30 giugno 2020 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 30 luglio 2020 e la relativa relazione emessa dalla società di revisione;
- (v) bilancio d'esercizio e consolidato di NEXI S.p.A. al 31 dicembre 2018 e 2019 comprensivo delle Relazioni di revisione emesse rispettivamente dalla Società di Revisione KPMG S.p.A. e PWC S.p.A.;
- (vi) il Progetto comune di fusione transfrontaliera predisposto ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del codice civile italiano, dell'articolo 8 del Decreto Legislativo n. 108 del 30 maggio 2008 e dell'articolo 1021-1 della Legge Societaria Lussemburghese, con allegati tra gli altri:
  - il bilancio intermedio di NETS al 30 settembre 2020, approvato dal Consiglio di Amministrazione di NETS il 30 dicembre 2020 che costituisce la situazione patrimoniale di fusione ai fini dell'articolo 1021-7 (1) 3° della Legge Societaria Lussemburghese;

- il bilancio intermedio di NEXI al 30 settembre 2020, approvato dal Consiglio di Amministrazione di NEXI il 22 dicembre 2020, che costituisce la situazione patrimoniale di fusione ai fini dell'articolo 2501 quater del codice civile italiano;
- (vii) l'offerta di acquisto rivista di NETS datata 25 ottobre 2020 ("Revised Offer");
- (viii) le presentazioni al Consiglio di Amministrazione di NEXI del 14 settembre 2020, 24 ottobre 2020, 2 novembre 2020, 11 novembre 2020, 12 novembre 2020, e 15 novembre 2020;
- (ix) gli estratti dei verbali del Consiglio di Amministrazione di NEXI del 30 luglio 2020, del 14 settembre 2020, del 24 ottobre 2020, del 29 ottobre 2020, del 2 novembre 2020, del 11 novembre 2020, del 12 novembre 2020, del 15 novembre 2020 e del 22 dicembre 2020];
- (x) la Relazione illustrativa del Consiglio di amministrazione di NEXI sul progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di NETS TOPCO 2 S.à r.l. in NEXI S.p.a.;
- (xi) la Relazione illustrativa del Consiglio di amministrazione di NETS sul progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di NETS TOPCO 2 S.à r.l. in NEXI S.p.A.;
- (xii) "*term sheet*" datato 2 novembre 2020
- (xiii) "framework merger agreement" del 15 novembre 2020 come successivamente modificato il 20 dicembre 2020 e il 15 gennaio 2021
- (xiv) il business plan revised di NETS datato ottobre 2020;
- (xv) il piano economico finanziario di NETS riferito al periodo 2020-2024 predisposto dal management di NETS e rivisto da NEXI ("Revised") con il supporto dei consulenti ed estensione, solo ai fini dell'esercizio valutativo, fino al 2034;
- (xvi) la presentazione "business plan overview" di NETS datata ottobre 2020;
- (xvii) il file "Project Berggreen – Valuation back-up"
- (xviii) la procedura per le operazioni con parti correlate di NEXI approvata dal Consiglio di NEXI in data 8 marzo 2019;
- (xix) il "*Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*", con allegato il parere del Comitato OPC di NEXI del 11 novembre 2020;
- (xx) il Parere del Comitato per le operazioni con parti correlate di NEXI con allegati:
  - la "*Fairness opinion*" di Lazard sulla congruità dal punto di vista finanziario per NEXI dell'Implied Relative Weight connesso alla transazione;
  - l'Opinione professionale del Prof. Gabriele Villa emessa per il Comitato per le operazioni con parti correlate di NEXI;

- (xxi) “*equity reports*” di brokers finanziari su NEXI;
- (xxii) la Due Diligence Finanziaria su NETS effettuata da PWC datata 15 ottobre 2020 e il successivo aggiornamento del 6 novembre 2020;
- (xxiii) la Due Diligence Commerciale su NETS effettuata da BAIN & Company nel mese di ottobre 2020;
- (xxiv) la Due Diligence fiscale su NETS effettuata da KPMG e datata 16 ottobre 2020 e l'integrazione datata 10 novembre 2020;
- (xxv) la Due Diligence legale su NETS effettuata da Linklaters e datata 18 ottobre 2020 e 10 novembre 2020;
- (xxvi) le “*Fairness opinion*” emesse da:
- Goldman Sachs Bank Europe SE, succursale Italia datata 12 novembre 2020;
  - Centerview datata 12 novembre 2020;
  - HSBC datata 13 novembre 2020;
  - BofA Securities datata 12 novembre 2020;
- incaricati da NEXI S.p.A di assistere la società nelle valutazioni per la determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni nell'ambito della fusione;
- (xxvii) l’“*Impairment Test*” al 31 dicembre 2019 del Gruppo NEXI effettuato da KPMG datato 28 febbraio 2020;
- (xxviii) Il Verbale del Consiglio di amministrazione di NETS del 30 dicembre 2020 relativo a “*cross border merger by absorption of NETS TOPCO 2 by and into NEXI S.p.A. in accordance with and pursuant to article 1021-5 of the law of 10th August 1915 on commercial companies*”
- (xxix) i dettagli di calcolo, i dati e le informazioni ottenuti dagli Amministratori di Nets e NEXI e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- (xxx) la media ponderata per il volume del prezzo di chiusura del titolo NEXI per 1, 3, 6, 12 mesi antecedenti il Term sheet del 2 novembre 2020;
- (xxxi) le informazioni rese disponibili dal revisore legale di NEXI e di NETS e riferite all'attività di revisione svolte sui bilanci al 31 dicembre 2019;
- (xxxii) i comunicati stampa di NEXI;
- (xxxiii) le ulteriori informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute necessarie per l'espletamento del nostro incarico.

Le Società partecipanti alla Fusione, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile e sensi della normativa lussemburghese, secondo quanto prescritto dall'art. 9, comma 3, ultimo periodo del D. Lgs. 108 del 30 maggio 2008 e.s.m.i hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare i documenti e le risultanze concernenti la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

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

### **5.1 Premessa**

Gli Amministratori, per la determinazione del Rapporto di Cambio, si sono avvalsi delle relazioni predisposte dai consulenti finanziari che hanno fornito sulla base di una pluralità di metodi, un'opinione in merito alla congruità dal punto di vista finanziario, c.d. "fairness opinion" dell'operazione e nello specifico del Rapporto di Cambio.

Inoltre come indicato nella Relazione illustrativa l'Operazione costituisce un'operazione tra parti correlate in quanto Advent e Bain sono i gestori di fondi che detengono una partecipazione in Mercury, azionista di riferimento in NEXI (incorporante), e/o al contempo, sono altresì azionisti significativi di NETS TOPCO 1, con diritti di governance, tra cui la rappresentanza in Consiglio, esercitabili congiuntamente.

Trattandosi di un'operazione con parti correlate, dal momento che alcuni azionisti di NEXI risultano anche azionisti di NETS, il Consiglio di Amministrazione di NEXI riferisce di avere coinvolto sin da subito nelle proprie valutazioni il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "Comitato OPC"), che al fine di esprimere il proprio giudizio, ha ritenuto di farsi assistere da un esperto indipendente il quale ha rilasciato la sua "Fairness Opinion" e di coinvolgere un reviewer, il quale anch'esso ha predisposto la propria Relazione.

In data 11 novembre 2020, il Comitato OPC ha espresso parere favorevole in merito alla convenienza economica e alla correttezza, anche sostanziale, delle condizioni dell'operazione di Fusione.

In ultima analisi il reviewer dopo aver analizzato la "Fairness opinion" dell'Esperto e i diversi metodi di valutazione utilizzati ritiene che i risultati ottenuti dal metodo DCF (di cui nel seguito) forniscano al Comitato le indicazioni più rilevanti nell'ottica della formulazione di un giudizio di congruità sui rapporti relativi tra NEXI e NETS nell'ambito della programmata Fusione.

La ragione di tale constatazione si basa sul fatto che il business plan di NETS, nei suoi presupposti industriali, nelle assunzioni di base, nello sviluppo dei principali driver di valore, nella dinamica delle fondamentali grandezze, ha costituito oggetto di un approfondito esame da parte di NEXI, coadiuvata da advisor di alto profilo. Il business plan di NETS alla base del DCF sconta, riflette e incorpora gli *adjustment* del management di NEXI, e, dunque, si tratta di un documento altamente significativo nella prospettiva del Comitato OPC che è chiamato a esprimersi sulla congruità delle condizioni economiche dell'Operazione complessiva.

## 5.2. Metodo del “Discounted Cash Flow” - DCF utilizzato per la valutazione di NETS

Il metodo DCF fornisce una stima del valore d'azienda quale somma dei flussi di cassa operativi futuri, attualizzati al costo medio ponderato del capitale proprio e di terzi. L'analisi si fonda quindi sull'ipotesi che l'azienda raggiunga i risultati delle proiezioni in base al piano aziendale.

Tale metodologia è stata applicata al Business Plan di NETS. Le relative proiezioni sono state quindi estese, solo ai fini dell'esercizio valutativo, fino al 2034 tramite un'estrapolazione che riflette la tendenza di crescita ed evoluzione del margine operativo evidenziata da NETS nell'arco del piano, facendo tuttavia ricorso ad assunzioni di crescita sostenibile di lungo periodo.

La valutazione si basa sulla seguente formula:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Net Debt}$$

$$\text{Equity Value} = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{F(t)}{(1+WACC)^t} + \frac{F(n)(1+WACC)}{(WACC-g)^n} \right] - \text{Net Debt}$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

<i>Equity Value</i>	Valore corrente del capitale dell'azienda che si intende valutare
<i>Enterprise Value</i>	Valore operativo del capitale investito
<i>F(t)</i>	Flussi finanziari <i>unlevered</i> per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita
<i>F(n)</i>	Flusso finanziario <i>unlevered</i> dell'ultimo periodo di previsione esplicita utilizzato per la determinazione del Terminal Value che esprime il valore dei flussi realizzabili oltre il periodo di proiezione esplicita
<i>WACC</i>	Costo medio ponderato del capitale investito
<i>g</i>	Tasso di crescita di lungo periodo
<i>Net Debt</i>	Consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Le principali assunzioni sottostanti questa metodologia valutativa sono:

- costo medio ponderato del capitale (“**WACC**”), assunto uguale al 7,0%, derivato tramite l'osservazione della media del WACC utilizzato dagli analisti per NEXI e la ricostruzione bottom-up basata sul “*Capital Asset Pricing Model*” per il costo dell'*equity* e sul costo medio del debito storico di NETS;
- crescita di lungo periodo (“**g**”), pari al 2,5%; e
- stime di elementi relativi ai flussi di cassa oltre *EBITDA* (e.g. ammortamenti, *lease payments*, aliquota fiscale, evoluzione del capitale circolante netto e investimenti) sulla base di indicazioni del management di NETS fornite durante il processo di due diligence.

Applicando questa metodologia, il risultante Enterprise Value di NETS *standalone* è pari a Euro 9,2 miliardi. Un'analisi di sensitività basata su scostamenti pari a +/- 0,25% sia di WACC che di *g* riflette un *range* di Enterprise Value pari a Euro 8,4-10,2 miliardi.

### 5.3 Metodo dei multipli di mercato utilizzato per la valutazione di NETS

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'analisi di informazioni di mercato per società con caratteristiche simili a quella oggetto di valutazione.

Ai fini dell'applicazione della metodologia dei multipli di mercato, il Consiglio di Amministrazione di NEXI ha individuato una selezione di 5 società, attive principalmente in Europa e negli Stati Uniti e con un profilo finanziario e commerciale paragonabile a NETS.

L'applicazione della metodologia dei multipli di mercato ha fatto riferimento all'anno 2021 al fine di neutralizzare gli impatti della pandemia da COVID-19 sui risultati del 2020 di società comparabili e della stessa NETS. La media *EV/EBITDA* 2021E delle società simili è pari a 17,2x.

Applicando questa metodologia, l'*Enterprise Value* autonomo di NETS è pari a 7,1 miliardi di Euro (corrispondente ad un *Equity Value* di 5,2 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,3 Euro). Un'analisi di sensibilità basata su +/- 1x *EV/EBITDA* 2021E, ha fornito un intervallo dell'*Enterprise Value* compreso tra 6,7 miliardi di Euro (corrispondente ad un *Equity Value* di 4,8 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,1 Euro) e 7,5 miliardi di Euro (corrispondente ad un *Equity Value* di 5,6 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,4 Euro).

### 5.4 Metodo delle transazioni comparabili per la valutazione di NETS

Il metodo dei multipli di transazioni comparabili si basa sull'analisi di recenti operazioni aventi ad oggetto partecipazioni in società comparabili alle società oggetto di Fusione.

Ai fini dell'applicazione di questa metodologia, gli amministratori di NEXI hanno identificato una selezione di 5 operazioni in Europa e negli Stati Uniti, relative a società target con un profilo finanziario e commerciale paragonabile a quello di NETS.

L'applicazione della metodologia della transazione comparabile ha fatto riferimento a un 2020 standardizzato al fine di neutralizzare l'impatto della pandemia da COVID-19 sui risultati di NETS del 2020. La media *EV/EBITDA* LTM delle operazioni comparabili è pari a 18,5x.

Applicando questa metodologia, l'*Enterprise Value* autonomo di NETS è pari a 7,2 miliardi di Euro (corrispondente ad un *Equity Value* di 5,3 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,3 Euro). Un'analisi di sensibilità basata su +/- 1x *EV/EBITDA* LTM, ha fornito un intervallo dell'*Enterprise Value* compreso tra 6,8 miliardi di Euro (corrispondente ad un *Equity Value* di 4,9 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,1 Euro) e 7,6 miliardi di Euro (corrispondente a un *Equity Value* di 5,6 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,4 Euro).

### 5.5 SOTP per la valutazione di NETS

Il metodo Sum Of The Parts ("SOTP") si basa su sull'analisi di recenti operazioni aventi ad oggetto partecipazioni in società comparabili alle singole divisioni della società oggetto di valutazione, applicando tali multipli alle grandezze di riferimento delle divisioni e sommando i valori risultanti per ottenere il valore complessivo della società.

Dato il profilo industriale di NETS, caratterizzato da due divisioni con differenti profili di crescita e di redditività, è stata applicata anche la metodologia di valutazione SOTP, che valuta ogni divisione come a sé stante.

Ai fini dell'applicazione di tale metodologia, il Consiglio di Amministrazione di NEXI ha individuato due distinte selezioni di operazioni comparabili in relazione, rispettivamente, alla divisione Merchant Services e alla divisione Issuing & eSecurity:

- per la divisione Merchant Services sono state selezionate 6 operazioni realizzate in Europa e negli Stati Uniti dal 2015 con un LTM EV/EBITDA medio di 23,6x;

- per la divisione Issuing & eSecurity sono state selezionate 5 operazioni realizzate in Europa e negli Stati Uniti dal 2015 con un LTM EV/EBITDA LTM medio di 14,3x.

Le suddette medie di EV/EBITDA LTM sono state applicate all'EBITDA 2020 normalizzato di ciascuna divisione, seguendo la stessa logica applicata per la metodologia delle transazioni comparabili. L'Enterprise Value risultante è stato sommato per dare origine all'Enterprise Value di NETS.

Applicando questa metodologia, l'Enterprise Value autonomo di NETS è pari a 8,2 Euro (corrispondente ad un Equity Value di 6,3 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,7 Euro). Un'analisi di sensibilità basata su +/- 1x EV/EBITDA LTM per ogni divisione, ha fornito un intervallo dell'Enterprise Value compreso tra 7,8 miliardi di Euro (corrispondente ad un Equity Value di Euro 5,9 miliardi e ad un prezzo per azione di Euro 2,5) 8,6 miliardi di Euro (corrispondente ad un Equity Value di 6,7 miliardi di Euro e ad un prezzo per azione di 2,9 Euro).

## 5.6 Metodo della capitalizzazione media di borsa per la valutazione di NEXI

Gli Amministratori hanno preso in considerazione le medie ponderate per il volume dei prezzi di borsa del titolo NEXI rilevate nei 12, 6, 3 e 1 mesi anteriori al 30 ottobre 2020, data immediatamente antecedente alla sottoscrizione del Term Sheet da parte delle Società, avvenuta lunedì 2 novembre 2020, con la concessione del periodo di esclusiva per le trattative tra NEXI e NETS. Gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il valore medio ponderato riferito agli ultimi 3 mesi antecedenti il 30 ottobre 2020, pari a Euro 15,80, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tale valore risulta compreso nei *range* di valori rinvenuti dall'applicazione delle altre metodologie valutative, ovvero DCF, multipli di mercato e multipli di transazioni comparabili e SOPT, di cui il Consiglio di Amministrazione di NEXI ha preso atto sulla base dei documenti di valutazione predisposti da parte dei consulenti finanziari di NEXI.

## 6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nelle Relazione gli Amministratori evidenziano che sono state riscontrate alcune difficoltà esplicitate come segue:

- sono state applicate diverse metodologie, sia analitiche che basate su valori di mercato, che hanno richiesto l'uso di diverse informazioni, parametri e ipotesi. Nell'applicare tali metodologie, il Consiglio di Amministrazione di NEXI ha preso in considerazione le caratteristiche e le limitazioni inerenti a ciascuna di esse, in conformità con la prassi di valutazione professionale seguita a livello nazionale e internazionale;

- i conti di gestione e il business plan di NETS sono pro-forma per quanto riguarda: (i) la vendita di Centurion DK A/S, Centurion NO AS e Centurion NNI AS a Mastercard/Europay U.K. Limited e Mastercard International Incorporated ai sensi del contratto di compravendita del 6 agosto 2019 (la data del closing è prevista per il primo trimestre 2021, subordinatamente all'adempimento dei rimedi della Commissione Europea) e (ii) l'acquisizione da parte di NETS di Centrum Rozliczen Elektronicznych Polskie ePlatnosci ("PeP") avvenuta il 26 ottobre 2020, tali informazioni peraltro non includono gli impatti finanziari dell'acquisizione di CCV Schweiz annunciata il 23 ottobre 2020, i quali, tuttavia, si prevedono essere marginali;
- la stima dell'impatto della pandemia da Covid-19 sulle proiezioni finanziarie ha limiti sia tecnici che operativi: l'attuale situazione è per sua stessa natura senza precedenti; l'affidabilità delle stime macroeconomiche e microeconomiche è difficile da valutare nonostante l'accelerazione che ha recentemente avuto la diffusione dei pagamenti digitali in tutta Europa. Nel contesto della crisi sanitaria, le proiezioni finanziarie utilizzate come base per la valutazione dipendono fortemente dagli scenari di ripresa economia generale e delle imprese, i quali sono stati formulati dal management di NETS e attualmente risultano imprevedibili.
- il prezzo di mercato delle azioni NEXI è stato ed è soggetto a volatilità e fluttuazioni dovute anche all'andamento generale dei mercati dei capitali, i quali possono o meno riflettere il valore fondamentale di NEXI; valore che, peraltro, presupporrebbe l'esistenza di un mercato sufficientemente liquido ed efficiente;
- l'analisi si basa su perimetri autonomi per ogni società, *i.e.* non viene preso in considerazione l'impatto della combinazione. L'impatto delle potenziali sinergie attese dall'aggregazione non è stato preso in considerazione in quanto tali sinergie si concretizzeranno solamente quando l'operazione verrà completata.

## 7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

### 7.1 Determinazione del Rapporto di Cambio

Sulla base dei criteri indicati ai precedenti punti 5.2, 5.3, 5.4, 5.5 e 5.6, gli Amministratori di NEXI hanno deliberato di individuare l'intervallo dell'*Enterprise Value di NETS* tra 7,5 e 9,2 miliardi di Euro, come di seguito indicato:

- il valore inferiore di tale intervallo è pari a 7,5 miliardi di Euro, che è la media risultante dai punti medi dell'intervallo individuato dall'analisi dei multipli di mercato, dall'analisi delle precedenti operazioni comparabili e dal *SOTP*, come sopra descritto.
- il valore superiore di tale intervallo è pari a 9,2 miliardi di Euro, che rappresenta il valore centrale risultante dall'applicazione della metodologia di valutazione dei flussi di cassa scontati sulla base dei parametri di valutazione WACC e *g* descritti nel paragrafo precedente. Tale metodologia di valutazione è considerata la migliore per rappresentare il valore "ricorrente" di NETS e il potenziale a medio-lungo termine di NETS TOPCO 2.

Le Società Partecipanti alla Fusione hanno concordato che alla data di efficacia della Fusione ogni Azionista NETS riceverà 0,176049495723585 Azioni NEXI, pertanto NEXI emetterà n. 406.628.176 Azioni di Compendio, fermo restando che ulteriori azioni potranno essere emesse in forza dell'Earn-out EBITDA e dell'Earn-out Centurion.

Sulla base delle metodologie descritte, in data 30 dicembre 2020 il Consiglio di Amministrazione di NETS ed in data 22 dicembre 2020 il Consiglio di Amministrazione e di NEXI hanno approvato il seguente Rapporto di Cambio tra le azioni di NEXI e NETS:

**n. 0,176049495723585 azioni di NEXI di nuova emissione  
per ogni azione di NETS**

senza indicazione del valore nominale, per ciascuna azione ordinaria NETS, con valore nominale di DKK 0,01

Non sono previsti conguagli in denaro.

Per effetto dell'applicazione del Rapporto di Cambio, nell'ipotesi in cui l'Earn-out Centurion (come di seguito definito) non sia dovuto alla data di efficacia della Fusione, e fermi restando gli eventuali arrotondamenti, NEXI emetterà n. 406.628.176 Azioni di Compendio senza indicazione di valore nominale, a favore degli Azionisti NETS e il capitale sociale di NEXI sarà aumentato in misura pari a Euro 36.966.198.

Considerando un debito finanziario netto rettificato per NETS pari a Euro 1,8 miliardi, il numero complessivo delle Azioni di Compendio così determinato rappresenta:

- (i) in base al prezzo del titolo NEXI di Euro 14,71 al 13 novembre 2020 (ultimo giorno di mercato aperto prima del raggiungimento delle intese in merito alla Fusione), un *Enterprise Value* di NETS pari a Euro 7,8 miliardi e un *Equity Value* pari a Euro 6,0 miliardi;
- (ii) in base al prezzo del titolo NEXI di Euro 15,80, equivalente al prezzo medio ponderato per il volume (*i.e.*, "*volume-weighted average price*" o "VWAP") nei 3 mesi precedenti il 30 ottobre 2020, un *Enterprise Value* di NETS pari a Euro 8,2 miliardi e un *Equity Value* pari a Euro 6,4 miliardi.

Tali *Enterprise Values* rientrano nel *range* di valutazione di NETS pari a Euro 7,5 miliardi e Euro 9,2 miliardi, approvato dal Consiglio di NEXI per la valutazione di NETS.

## 7.2 Raggiungimento Earn-out

### 7.2.1 Earn-out Centurion

Le Azioni *Earn-out* Centurion che potrebbero essere emesse a favore degli Azionisti NETS saranno: (i) un numero di Azioni NEXI che, in aggregato, è pari alla differenza – se positiva – tra il corrispettivo effettivo Centurion e il corrispettivo stimato Centurion, pari a circa Euro 2.850.000.000, calcolato sulla base del prezzo medio ponderato per il volume di un'azione NEXI per il periodo di una settimana che termina un giorno lavorativo prima della data di regolamento dell'*Earn-out* Centurion e, in ogni caso; (ii) non superiore a 25.000.000, senza alcun aumento del capitale sociale.

Le Azioni *Earn-out* Centurion, potrebbero essere emesse in proporzione alla percentuale di azioni ordinarie nel capitale di NETS detenute da ciascun Azionista NETS immediatamente prima dell'efficacia della Fusione, in forma dematerializzata e messe a disposizione agli Azionisti NETS attraverso i sistemi di gestione accentrata organizzati da Monte Titoli S.p.A.

### 7.2.2. Earn-out EBITDA

Secondo quanto previsto, nel caso in cui l'*EBITDA* di riferimento per il calcolo del Corrispettivo *Earn-out EBITDA* sia inferiore a Euro 420.000.000,00 (come eventualmente rettificato per tener conto di acquisizioni e cessioni del gruppo NETS dal 15 novembre 2020 al 31 dicembre 2021), non saranno emesse azioni *Earn-out EBITDA* a favore degli Azionisti NETS.

Qualora l'*EBITDA* di riferimento sia superiore a Euro 420.000.000,01, gli Azionisti NETS riceveranno un *Earn-out EBITDA* di massimo Euro 250.000.000, secondo i seguenti principi:

- Se l'*EBITDA* di riferimento è compreso tra Euro 420.000.000,01 e Euro 430.000.000,00, il corrispettivo *Earn-out* sarà compreso tra Euro 0 e Euro 70.000.0000, proporzionalmente tra questi intervalli;
- Se l'*EBITDA* di riferimento è compreso tra Euro 430.000.000,01 ed Euro 440.000.000,00, il corrispettivo *Earn-out* sarà compreso tra Euro 70.000.000 ed Euro 120.000.000, proporzionalmente tra questi intervalli;
- Se l'*EBITDA* di riferimento è compreso tra Euro 440.000.000,01 e EUR 450.000.000,00, il corrispettivo *Earn-out* sarà compreso tra EUR 120.000.000 e EUR 160.000.000, proporzionalmente tra questi intervalli;
- Se l'*EBITDA* di riferimento è compreso tra Euro 450.000.000,01 ed Euro 460.000.000,00, il corrispettivo *Earn-out* sarà compreso tra Euro 160.000.000 ed Euro 195.000.0000, proporzionalmente tra questi intervalli;
- Se l'*EBITDA* di riferimento è compreso tra Euro 460.000.000,01 ed Euro 470.000.000,00, il corrispettivo *Earn-out* sarà compreso tra Euro 195.000.000 ed Euro 250.000.0000, proporzionalmente tra questi intervalli;
- Se l'*EBITDA* di riferimento è superiore a Euro 470.000.000,01 il corrispettivo *Earn-out* sarà di Euro 250.000.000.

Il corrispettivo *Earn-out EBITDA* è quindi calcolato come segue:

$$\text{Corrispettivo} = A + \frac{B-C}{D} * E$$

dove:

A = Corrispettivo "*Earn-out*" minimo rilevante;

B = *EBITDA* di riferimento;

C = *Target EBITDA* minimo rilevante;

D = 10.000.000, come la differenza fra ciascun livello del *Target* minimo *EBITDA*; e

E = *Delta* rilevante del corrispettivo *Earn-out*

Le Azioni *Earn-out EBITDA*, se del caso, saranno emesse da NEXI a favore degli azionisti NETS cinque giorni lavorativi dopo il giorno in cui l'ammontare del corrispettivo *Earn-out EBITDA*, si riterrà concordato o determinato.

Il numero effettivo delle Azioni *Earn-out EBITDA* che saranno emesse da NEXI e attribuite agli Azionisti NETS sarà determinato sulla base del corrispettivo *Earn-out EBITDA*, e tale numero di azioni Nexi sarà pari in valore al corrispettivo *Earn-out EBITDA*, calcolato sulla base del prezzo medio ponderato per il volume di un'Azione NEXI per il periodo di una settimana che termina un giorno lavorativo prima della data di regolamento dell'*Earn-out EBITDA*.

Il numero complessivo di azioni *Earn-out EBITDA* che potrà essere emesso a favore degli Azionisti Nets non potrà superare 40.000.000, senza alcun aumento del capitale sociale.

## 8. LAVORO SVOLTO

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

- svolto una lettura critica:
  - i) del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
  - ii) delle Relazioni degli Amministratori e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- presa visione dei comunicati stampa resi al mercato da NEXI nell'ambito della Fusione;
- preso visione del provvedimento del Tribunale di Milano di nomina di PKF Italia S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501 - *sexies* del Codice Civile e dell'art. 1021-6 della Legge Societaria Lussemburghese;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di NEXI e di NETS, nonché lo statuto post-Fusione;
- preso visione e raccolto informazioni, anche attraverso chiarimenti verbali, sui rapporti di due diligence finanziaria, fiscale e legale predisposti su NETS dai consulenti di NEXI;
- preso visione del rapporto predisposto da Bain & Company in qualità di consulente di NEXI, sul mercato di riferimento di NEXI e NETS e sulla predisposizione di un Business Plan Revised;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione di NEXI del 22 dicembre 2020 e il verbale del Consiglio di Amministrazione di NETS datato 30 dicembre 2020 relativi all'Operazione;
- verificata la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in merito ai metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- raccolto informazioni, attraverso anche chiarimenti verbali con il management di NEXI e con i consulenti finanziari, sulle
  - i. Fairness Opinion dei consulenti a supporto del Consiglio di Amministrazione di NEXI nell'ambito della determinazione dei valori relativi di NEXI e NETS e del Rapporto di Cambio,
  - ii. Presentazioni allegare ai verbali del Consiglio di Amministrazione di NEXI;

- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
- esaminate criticamente le analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di NETS, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verificato, attraverso ricalcolo, i risultati dei modelli valutativi e delle analisi di sensitività e verificata la sostanziale correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione del Rapporto di Cambio;
- confrontato le quotazioni di borsa di NEXI in diversi intervalli temporali e dei relativi volumi fino alla data del 30 ottobre 2020;
- sviluppato analisi di sensitività e di considerazioni valutative autonome, per le finalità della presente relazione, tratte dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- raccolto, attraverso colloqui la Società, circa gli eventi verificatisi dopo la determinazione del Rapporto di Cambio, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- presa visione dei bilanci consolidati chiusi al 31 dicembre 2018 e 2019 di NEXI e di NETS TOPCO 1 e dei fatti salienti concernenti la redazione degli stessi. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità del presente incarico conferitoci;
- presa visione della relazioni semestrale al 30 giugno 2020 di NEXI e della relazione emessa dal revisore;
- esaminata la riconciliazione effettuata dal management di NEXI e di NETS tra il fatturato e l'EBITDA da bilancio consolidato al 31 dicembre 2018 e 2019 ed i valori pro-forma del business plan che tengono conto delle operazioni straordinarie di acquisizione e dismissione effettuate nel 2019 e 2020, come se si fossero già perfezionate in sede di apertura bilancio 2018;
- ricevuto formale attestazione della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

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

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi, si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi di NEXI e di NETS effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori tra loro comparabili.

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

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite ed avendo a riguardo lo specifico contesto in questione, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Coerentemente con le finalità delle valutazioni elaborate, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno dato rilevanza al principio di omogeneità valutativa richiesto nelle operazioni di fusione, privilegiando la scelta di metodologie idonee a esprimere valori comparabili per le Società. A tal proposito è opportuno ricordare che tale principio non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione debbano adottare i medesimi criteri valutativi: in tale contesto, sono stati adottati criteri e parametri che tengono conto delle relative specificità.

Gli Amministratori, nelle rispettive Relazioni Illustrative, espongono l'operazione di Fusione e descrivono sinteticamente le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee degli Azionisti, individuandolo all'interno di un intervallo di valori determinati con l'ausilio di consulenti finanziari, i quali hanno emesso le "Fairness Opinion" riepilogate nel paragrafo 4.

La determinazione finale del Rapporto di Cambio effettuata dagli Amministratori, anche tenuto conto delle dinamiche negoziali intervenute tra le parti ed evidenziate nelle delibere dei Consigli di Amministrazione elencate nel paragrafo 4, si è posizionata al livello di n. 0,176049495723585 azioni NEXI per ogni n. 1 azione NETS (oltre l'eventuale emissione di ulteriori azioni in forza dell'Earn-out Centurion e/o dell'Earn-out EBITDA come concordato tra le parti).

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori per illustrare l'operazione di Fusione indicano le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed i risultati ottenuti per ciascuna di esse ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tenuto conto di quanto esposto in precedenza circa la valenza e le limitazioni delle valutazioni nel contesto delle operazioni di fusione, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per le finalità specifiche dell'operazione in esame risultano in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione in analoghi contesti.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, vale a dire prescindere da considerazioni inerenti gli effetti e le sinergie che la Fusione potrebbe avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.
- NETS è stata valutata ricorrendo a una pluralità di metodi, in particolare : il *Discounted Cash Flow* (DCF), il metodo dei moltiplicatori di mercato, il metodo dei multipli di transazioni comparabili e il metodo dei multipli di transazioni comparabili con approccio somma delle parti; tale approccio è ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di un *range* di valori. Tale scelta appare nelle circostanze ragionevole e risulta confermata anche dalla prassi riscontrabile sul mercato in operazioni similari.
- NEXI, società quotata in Borsa, è stata valutata ricorrendo a una pluralità di metodi, analoghi a quelli utilizzati per NETS come metodi di confronto, mentre la valorizzazione finale è stata effettuata in base alla sua quotazione media di mercato secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi. Tale scelta appare nelle circostanze ragionevole e risulta confermata anche dalla prassi riscontrabile sul mercato in operazioni similari coinvolgenti società quotate.

In particolare, gli Amministratori hanno preso in considerazione le medie ponderate per il volume dei prezzi di borsa del titolo NEXI rilevate nei 12, 6, 3 e 1 mesi anteriori al 30 ottobre 2020, data immediatamente antecedente alla sottoscrizione del Term Sheet da parte delle Società, avvenuta lunedì 2 novembre 2020, con la concessione del periodo di esclusiva per le trattative tra NEXI e NETS. Gli Amministratori hanno scelto di utilizzare il valore medio ponderato riferito agli ultimi 3 mesi antecedenti il 30 ottobre 2020, pari a Euro 15,80, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tale valore risulta compreso nei *range* di valori rinvenuti dall'applicazione delle altre metodologie valutative, ovvero DCF, multipli di mercato e multipli di transazioni comparabili. La scelta degli Amministratori di collocarsi all'interno di tale *range* appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria.

- La scelta degli Amministratori di adottare sia criteri economico-analitici, sia criteri di mercato, appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria. Le metodologie di tipo finanziario e di mercato risultano, ad oggi, quelle più diffusamente applicate in considerazione della solidità e coerenza dei principi teorici di base. A tale proposito, nelle Relazioni non viene analiticamente descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra

- disposizione, com'è prassi, dagli Amministratori nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo, ancorché non esplicitate all'interno delle rispettive Relazioni, risultano ragionevoli e non arbitrarie.
- Il metodo DCF utilizzato per la determinazione di un *range* di valori di NETS risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, che consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche della stessa. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo DCF è nella fattispecie ragionevole, in quanto consente di valorizzare i flussi monetari netti della gestione caratteristica, al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali. Gli Amministratori hanno sviluppato, quale analisi di sensitività volte a verificare eventuali variazioni dei valori ottenuti attraverso la metodologia DCF ed individuare un *range* di valorizzazione di NETS, scenari alternativi attraverso l'incremento (+0,25%) e il decremento (-0,25%) del WACC base utilizzato per lo sviluppo del metodo (7%) e l'incremento (+0,25%) e il decremento (-0,25%) del tasso di crescita di lungo periodo *g* base utilizzato per lo sviluppo del metodo (2,50%). Anche sotto tale profilo, l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori appare ragionevole e non arbitrario.
- La metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori per la valutazione di NETS, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare il multiplo EV/EBITDA, in quanto ritenuto maggiormente significativo per la sua capacità di rappresentare una *proxy* del *cash flow* operativo. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tale metodo valutativo, appaiono ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina.
- La metodologia dei multipli di transazioni comparabili deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita ad altre società aventi caratteristiche comparabili nell'ambito di transazioni, determinando il rapporto tra il valore attribuito nella compravendita di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori per la valutazione di NETS, con riferimento sia alla globalità aziendale, sia alle sue due divisioni considerate separatamente e successivamente sommate (SOTP), è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il consueto comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare il multiplo EV/EBITDA, in quanto ritenuto maggiormente significativo per la sua capacità di rappresentare una *proxy* del *cash flow* operativo. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tale metodo valutativo, appaiono ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina.

- L'applicazione dei sopra citati metodi valutativi, ha portato all'individuazione di un *range* di valori riferiti all'Enterprise Value di NETS compreso tra 7,5 e 9,2 miliardi di Euro e approvato dagli Amministratori, laddove l'Enterprise Value minimo di 7,5 miliardi di Euro deriva dalla media dei punti medi dell'intervallo individuato dall'applicazione dei metodi dei multipli di mercato, dei multipli di transazioni comparabili dei multipli con approccio SOTP, mentre l'Enterprise Value massimo di 9,2 miliardi di Euro rappresenta il valore centrale risultante dall'applicazione della metodologia DCF sulla base dei parametri base di valutazione WACC (7%) e g (2,5%).
- Nell'ambito del suddetto intervallo è stato scelto dagli Amministratori il valore di Euro 8,25 miliardi di Enterprise Value quale rappresentativo per NETS a cui è stata sottratta la posizione finanziaria netta normalizzata di Euro 1,8 miliardi, determinando un Equity Value di NETS pari a Euro 6,4 miliardi.
- I valori relativi di NETS sono stati determinati escludendo il potenziale *Earn-out* EBITDA e il potenziale *Earn-out* Centurion, illustrati nelle Relazioni e in allegato al Progetto di Fusione. Nella descrizione del meccanismo di emissione e assegnazione di ulteriori azioni di NEXI agli Azionisti di NETS senza ulteriori incrementi del capitale sociale di NEXI in conseguenza del realizzarsi di certe performance economiche di NETS nel 2021 (*Earn-out* EBITDA) e in conseguenza dell'ottenimento di un Corrispettivo Effettivo per Centurion sia superiore al Corrispettivo Stimato (*Earn-out* Centurion), sono indicate anche le incognite che rendono impossibile determinare ad oggi il valore dell'*Earn-out* EBITDA.

Alla luce di ciò, gli Amministratori hanno ritenuto più prudente non considerare il potenziale valore aggiuntivo e ipotetico dell'*Earn-out* EBITDA e dell'*Earn-out* Centurion nel valore di NETS. Tale scelta è condivisibile in linea di principio, in considerazione del fatto che ad oggi non può essere individuato un rapporto di cambio diverso dal Rapporto di Cambio proposto, poiché è previsto che l'*Earn-out* EBITDA e dell'*Earn-out* Centurion siano riconosciuti in conseguenza di eventi ipotetici futuri e poiché le regole contrattualmente previste per la determinazione del valore dell'*Earn-out* non ne consentono ad oggi una valorizzazione certa (vedi paragrafo 7.2).

- Il riferimento alla metodologia della capitalizzazione di Borsa individuato dagli Amministratori per NEXI è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il consueto comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati quale è NEXI. In effetti il criterio delle quotazioni di borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate e comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale. Nell'applicazione nel caso di specie del metodo di borsa sono stati utilizzati dagli Amministratori valori medi ponderati per il volume, rilevati su intervalli temporali di diversa ampiezza.
- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

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

In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:

- le valutazioni effettuate dagli Amministratori attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal *Business Plan Revised*, come ricordato dagli Amministratori, con un orizzonte temporale esteso, solo a fini valutativi, fino al 2034 tramite una estrapolazione che riflette la tendenza di crescita ed evoluzione del margine operativo evidenziata da NETS nell'arco di piano, facendo tuttavia ricorso ad assunzioni di crescita sostenibile di lungo periodo. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini delle loro elaborazioni contengono, per loro natura, elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi ed i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
- con riferimento alla due diligence finanziaria effettuata dalla società PwC precisiamo che la stessa esplicita nelle conclusioni di aver condotto delle limitate analisi di sensibilità sui dati previsti per l'anno 2020 e sulle sottostanti assunzioni, precisando che i loro commenti al riguardo non rappresentano restatement o revisione dei dati previsti per l'anno 2020, che eventuali decisioni in merito sono piena responsabilità di NEXI, che non hanno effettuato alcuna asseverazione o giudizio sulle assunzioni del business plan 2020/2024 che pertanto restano di competenza del management di NETS e di NEXI.
- nell'ambito e a seguito del processo di due diligence condotto da NEXI su NETS con il supporto del consulente commerciale, è stata effettuata una revisione delle ipotesi adottate dal management di NETS per l'elaborazione del business plan ed è stata predisposta una versione rivista del business plan (*Business Plan Revised*), utilizzata dagli Amministratori a fini valutativi.
- le valutazioni basate su metodi che utilizzano parametri di mercato, come i metodi delle quotazioni di borsa e dei moltiplicatori di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. In particolare, l'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha recentemente evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.

Inoltre il grado di comparabilità delle società prese a riferimento presenta sempre dei limiti, in particolare tenuto conto di specifiche caratteristiche legate alle dimensioni e all'offerta di prodotti e servizi.

Analogamente le valutazioni basate su multipli di transazioni comparabili, sono influenzate dall'andamento dei mercati finanziari in generale e, più in particolare, dagli elementi contingenti e soggettivi tipicamente associati alla negoziazione specifica di ciascuna transazione tra i quali si ricordano, senza pretese di completezza, la percentuale di proprietà oggetto della transazione, specifiche considerazioni svolte da una delle parti contraenti sulle attività, eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione, esistenza di eventuali benefici o costi di natura fiscale connessi all'operazione, possibili sinergie emergenti per una delle parti contraenti dall'eventuale transazione.

- le analisi di sensitività e le simulazioni semplificate da noi elaborate sulla base di scenari ipotetici per valutare l'impatto di alcuni possibili valori di *Earn-out* sui valori relativi delle Società, pur nella consapevolezza che trattasi di ipotesi riferite ad eventi futuri e imprevedibili, non hanno evidenziato un'incidenza rilevante sul Rapporto di Cambio all'interno dei *range* valutativi approvati dagli Amministratori.
- le valutazioni effettuate ai fini delle proiezioni finanziarie predisposte dagli Amministratori di NETS si sono basate sugli scenari economici conosciuti che dipendendo dalla ripresa economica generale e dagli effetti derivanti dalla pandemia da Covid – 19 che non risultano attualmente prevedibili.

Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti.

- Esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.
- Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è in ogni caso subordinato, tra le altre clausole sospensive illustrate nelle Relazioni, al perfezionamento del Progetto Centurion e al completamento della Riorganizzazione Preliminare.

## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di NEXI e di NETS siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione

pari a n. **0,176049495723585** azioni di NEXI di nuova emissione  
per ogni azione ordinaria di NETS

Anche nell'ipotesi in cui gli *Earn-out* fossero dovuti, le nostre analisi sui valori relativi delle Società, pur nella consapevolezza che dette analisi sono **basate su ipotesi** riferite ad eventi futuri e imprevedibili **legate alle regole degli *Earn-out* concordati tra le Parti**, hanno evidenziato valori che rimarrebbero **all'interno dei range valutativi** indicati dagli Amministratori e pertanto non comporterebbero un'incidenza rilevante sul Rapporto di Cambio.

Milano, 28 gennaio 2021

PKF Italia S.p.A.



Michele Riva  
(Socio)