

**ASTM S.P.A.**

## **DOCUMENTO INFORMATIVO**

Redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010, e successive modificazioni, relativo all'aumento di capitale sociale di ASTM S.p.A. con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi tramite il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale e della sua controllata Codelfa S.p.A. della partecipazione di controllo in Itinera S.p.A.

**Torino, 21 marzo 2016**

Sede in Torino – Corso Regina Margherita n. 165  
Capitale Sociale € 44.000.000 interamente versato  
Codice Fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle  
Imprese di Torino: 00488270018  
Sito internet: [www.astm.it](http://www.astm.it)  
Direzione e coordinamento: Argo Finanziaria S.p.A. Unipersonale

## SOMMARIO

<b>DEFINIZIONI.....</b>	<b>3</b>
<b>PREMESSA .....</b>	<b>6</b>
<b>1 AVVERTENZE.....</b>	<b>7</b>
1.1 RISCHI CONNESSI AI POTENZIALI CONFLITTI DI INTERESSE DERIVANTI DALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE ....	7
<b>2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE .....</b>	<b>8</b>
2.1 DESCRIZIONE DELLE CARATTERISTICHE, MODALITÀ, TERMINI E CONDIZIONI DELL'OPERAZIONE .....	8
2.2 INDICAZIONE DELLE PARTI CORRELATE CON CUI L'OPERAZIONE SARÀ POSTA IN ESSERE E DELLA NATURA DELLA CORRELAZIONE .....	15
2.3 INDICAZIONE DELLE MOTIVAZIONI ECONOMICHE E DELLA CONVENIENZA DELL'OPERAZIONE.....	16
2.4 MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEL CORRISPETTIVO DELL'OPERAZIONE E VALUTAZIONE CIRCA LA SUA CONGRUITÀ RISPETTO AI VALORI DI MERCATO DI OPERAZIONI SIMILARI.....	17
2.5 ILLUSTRAZIONE DEGLI EFFETTI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI DELL'OPERAZIONE .....	25
2.6 INCIDENZA SUI COMPENSI DEI COMPONENTI DELL'ORGANO DI AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ E/O DI SOCIETÀ DA QUESTA CONTROLLATE IN CONSEGUENZA DELL'OPERAZIONE .....	26
2.7 EVENTUALI COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E DI CONTROLLO, DIRETTORI GENERALI E DIRIGENTI DELL'EMITTENTE COINVOLTI NELL'OPERAZIONE.....	26
2.8 DESCRIZIONE DELLA PROCEDURA DI APPROVAZIONE DELL'OPERAZIONE .....	27
2.9 DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI .....	28
<b>DOCUMENTAZIONE ALLEGATA.....</b>	<b>28</b>

## **DEFINIZIONI**

I termini di seguito elencati, indicati con lettera iniziale maiuscola, hanno il significato qui di seguito indicato:

<b>Accordo Ancillare</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Accordo di Investimento</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Advisor del Comitato</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 1.1 del Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Argo</b>	indica Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale, con sede legale in Tortona, Corso Romita 10.
<b>ASTM ovvero Società</b>	indica ASTM S.p.A., con sede legale in Torino, Corso Regina Margherita 165, come definita nella Premessa del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Atto di Conferimento</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Aumento di Capitale</b>	ha il significato di cui alla Premessa del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Codelfa</b>	indica Codelfa S.p.A., con sede legale in Tortona, Località Passalacqua S/N.
<b>Comitato Parti Correlate</b>	indica il Comitato controllo e rischi, interamente composto da amministratori indipendenti, in quanto organismo deputato a svolgere le funzioni anche di comitato per le operazioni con parti correlate, istituito ai sensi del Regolamento (come di seguito definito) e della Procedura OPC (come di seguito definita).
<b>Condizioni Sospensive</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Conferenti</b>	ha il significato di cui alla Premessa del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Consulente Finanziario</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).

<b>DCF</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.4 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>DDM</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.4 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Dichiarazioni e Garanzie dei Conferenti</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Dichiarazioni e Garanzie di ASTM</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo (come di seguito definito).
<b>Documento Informativo</b>	indica il presente documento informativo.
<b>Esperto</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo.
<b>Itinera</b>	indica Itinera S.p.A., con sede legale in Tortona, Via Balustra 15.
<b>NAV</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.4 del presente Documento Informativo.
<b>Nomura</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo.
<b>Operazione</b>	ha il significato di cui alla Premessa del presente Documento Informativo
<b>Partecipazioni Oggetto di Conferimento</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1. del presente Documento Informativo
<b>Periodo Interinale</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo.
<b>Procedura OPC</b>	indica la “Procedura relativa alle operazioni con parti correlate” approvata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM in data 26 novembre 2010, come successivamente modificata ed integrata.
<b>Regolamento</b>	indica il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato.
<b>SATAP</b>	indica Società Autostrada Torino –Alessandria – Piacenza S.p.A., con sede legale in Torino, Via Bonzanigo 22, società soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di SIAS.

<b>SIAS</b>	indica SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., con sede legale in Torino, Via Bonzanigo 22, società soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di Argo.
<b>TUF</b>	indica il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato.
<b>Valore di Conferimento Convenzionale</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.4. del presente Documento Informativo.
<b>Valore di Emissione</b>	ha il significato di cui al Paragrafo 2.4 del presente Documento Informativo.

## **PREMESSA**

Il presente documento informativo (“**Documento Informativo**”) è stato predisposto da ASTM S.p.A. (“**ASTM**” o la “**Società**”) ai sensi dell’articolo 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il “**Regolamento**”), nonché ai sensi dell’articolo 6 della procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM in data 26 novembre 2010, come successivamente modificata ed integrata (la “**Procedura OPC**”).

Il presente Documento Informativo è redatto in relazione *(i)* all’aumento del capitale sociale a pagamento della Società – per un importo complessivo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 128.023.704,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del cod. civ. – da eseguirsi mediante emissione di massime numero 10.998.600 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale e con godimento regolare, da liberarsi mediante il conferimento, da parte di Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale (socio di controllo di ASTM ed esercente attività di direzione e coordinamento su quest’ultima; di seguito “**Argo**”) e della sua controllata Codelfa S.p.A. (“**Codelfa**” e, insieme ad Argo, le “**Conferenti**”), delle partecipazioni da esse detenute in Itinera S.p.A. (“**Itinera**”), nonché *(ii)* agli accordi propedeutici all’esecuzione dell’operazione, come di seguito illustrati (complessivamente, l’“**Aumento di Capitale**” o l’“**Operazione**”).

Il presente Documento Informativo, pubblicato ai sensi di legge, è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di ASTM in Torino, Corso Regina Margherita n. 165 e sul sito internet ([www.astm.it](http://www.astm.it)), sul meccanismo di stoccaggio autorizzato “NIS-Storage” ([www.emarketstorage.com](http://www.emarketstorage.com)), nonché sul sito internet di Borsa italiana S.p.A. ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

## 1 AVVERTENZE

### 1.1 *Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate*

L'Operazione di cui al presente Documento Informativo costituisce un'operazione con parti correlate ai sensi del Regolamento e della Procedura OPC sopra richiamati, in quanto, come evidenziato, Argo detiene una partecipazione di controllo nel capitale sociale di ASTM pari al 53,39% dello stesso, ed esercita su quest'ultima attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 cod. civ..<sup>1</sup>

In particolare, l'Operazione, considerandone il complessivo valore economico, si configura come un'operazione di "maggiore rilevanza" ai sensi dell'articolo 6 della Procedura OPC (l'indicazione degli "indici di rilevanza" applicabili è riportata nel successivo Paragrafo 2.2 del presente Documento Informativo).

Nell'Operazione non si ravvisano particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni di analoga natura.

In ogni caso, ASTM ha attivato i presidi e le misure previsti dal Regolamento per le operazioni di "maggiore rilevanza". Come di seguito precisato, in conformità all'articolo 8 del Regolamento, il Comitato Controllo e Rischi della Società costituito dagli amministratori indipendenti Prof. Flavio Dezzani, Ing. Giuseppe Garofano e Ing. Barbara Poggiali, con funzioni di comitato per le operazioni con parti correlate (il "**Comitato Parti Correlate**"), è stato informato della prospettata Operazione con congruo anticipo ed è stato altresì coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo tempestivo ed adeguato, richiedendo e ricevendo informazioni sulle trattative relative all'Operazione. Al riguardo si segnala che, tenuto conto della posizione dell'Amministratore Delegato di ASTM, Ing. Alberto Rubegni, che riveste la medesima carica in Argo (di cui è anche membro del Comitato Esecutivo) ed è altresì Presidente del Consiglio di Amministrazione di Itinera e Codelfa, il Consiglio di ASTM ha conferito apposito mandato al Consigliere indipendente Ing. Giuseppe Garofano per la conduzione delle trattative con le Conferenti, da un lato, e SIAS S.p.A. e SATAP S.p.A. dall'altro.

In data 24 febbraio 2016, il Comitato Parti Correlate ha dato mandato ad un proprio *advisor*, indipendente e di comprovata professionalità, individuato nel Prof. Sandro Frova, ordinario di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano (l'"**Advisor del Comitato**"), affinché lo assistesse nella predisposizione del proprio parere in merito all'Operazione.

In data 14 marzo 2016, il Comitato Parti Correlate ha rilasciato il proprio parere motivato favorevole circa l'interesse di ASTM a procedere con l'Operazione, nonché in relazione alla convenienza e correttezza

---

<sup>1</sup> Il capitale sociale di Argo è interamente detenuto da Aurelia S.r.l., società che detiene lo 0,62% del capitale sociale di ASTM.

sostanziale e procedurale delle relative condizioni. Il parere del Comitato Parti Correlate è allegato al presente Documento Informativo *sub* Allegato A.

Anche l'Advisor del Comitato ha predisposto un proprio parere favorevole in merito all'Operazione, allegato al presente Documento Informativo *sub* Allegato B.

## **2 Informazioni relative all'operazione**

### ***2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione***

In data 14 marzo 2016 il Consiglio di Amministrazione di ASTM, previo parere favorevole del Comitato Parti Correlate e supportato dal proprio *advisor* finanziario Nomura International Plc-Italian Branch (“**Nomura**” o il “**Consulente Finanziario**”), ha approvato i termini e le condizioni dell'Operazione, deliberando, *inter alia*, (i) la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e dell'Accordo Ancillare (come di seguito definiti) nonché (ii) la convocazione, per il 28 aprile 2016, dell'Assemblea straordinaria degli azionisti di ASTM a cui sottoporre l'approvazione della proposta di Aumento di Capitale.

Anche i competenti organi sociali delle altre società coinvolte nell'operazione - e, segnatamente, Argo, Codelfa, SIAS Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A. (“**SIAS**”) e SATAP Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A. (“**SATAP**”) - hanno approvato, per quanto di rispettiva competenza, l'Operazione stessa, da realizzarsi in conformità ai termini e condizioni di seguito descritti.

Come anticipato in premessa, l'Operazione consiste in un aumento a pagamento del capitale sociale di ASTM, per un ammontare massimo di Euro 128.023.704,00 (di cui Euro 5.499.300,00 a titolo di capitale sociale ed Euro 122.524.404,00 a titolo di sovrapprezzo), con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi in natura tramite il conferimento da parte di Argo e della sua controllata Codelfa della partecipazione di controllo, che sarà detenuta congiuntamente dalle Conferenti (in seguito al perfezionamento di un più ampio processo di riorganizzazione societaria, meglio descritto nel prosieguo) in Itinera, società quest'ultima in cui ASTM già detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di SATAP, a sua volta controllata da SIAS che ne detiene il 99,87% del capitale sociale), una quota pari, rispettivamente, al 17,02% e al 29,64% del relativo capitale sociale, e dunque, complessivamente, una partecipazione rappresentativa del 46,66% del capitale sociale di Itinera stessa.

Alla data di pubblicazione del presente Documento Informativo, il capitale sociale di Itinera è così ripartito:



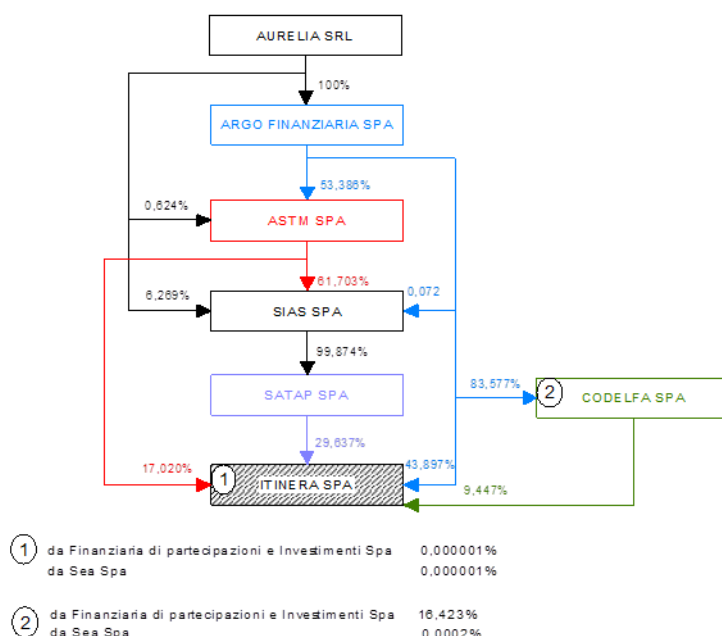
Socio	N. azioni	% su capitale sociale
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	1	0,000001%
	<u>81.596.000</u>	<u>100,000000%</u>

(\*) società controllata da Aurelia International S.r.l.

(\*\*) società controllata da Finanziaria di Costruzioni S.p.A.

Nell'ambito del più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo societario in questione – che attualmente è in corso di finalizzazione – le partecipazioni detenute in Itinera da Finanziaria di Costruzioni S.p.A. e da Partecipazioni Costruzioni S.p.A. verranno assunte, entro la fine del mese di aprile 2016, dalle Conferenti, le quali, quindi, verranno a detenere, in via diretta, una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,90% e al 9,45% del capitale sociale di Itinera (le “**Partecipazioni Oggetto di Conferimento**”).

Pertanto, ad esito del perfezionamento del suddetto progetto di riorganizzazione del gruppo, l'assetto partecipativo in Itinera assumerà la seguente configurazione:



Al fine di perfezionare l'Operazione e, per l'effetto, di consentire ad ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, in modo da realizzare gli obiettivi industriali e strategici di seguito illustrati, Argo e Codelfa si sono rese disponibili a conferire in natura le Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Le Partecipazioni Oggetto di Conferimento verranno conferite in ASTM a fronte dell'emissione, da parte di quest'ultima, di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale e con godimento 1° gennaio 2016, aventi i medesimi diritti delle azioni ordinarie ASTM già in circolazione alla data di emissione (fatta eccezione per il diritto a percepire il dividendo di Euro 0,25 di cui alla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio che verrà sottoposta all'esame dell'assemblea dei soci il prossimo 28 aprile), che saranno oggetto di richiesta di ammissione a quotazione presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. entro 45 giorni dalla relativa emissione.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni ASTM è pari ad Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo) ed è stato determinato in conformità ai criteri ed alle metodologie indicate al successivo Paragrafo 2.4 del presente Documento Informativo.

Le nuove azioni ASTM verranno emesse alla data in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento saranno girate in favore di ASTM e verranno assegnate alle Conferenti ad esito delle verifiche *ex art. 2342-quater* cod. civ..

Per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, ASTM diverrà pertanto titolare, direttamente ed indirettamente, dell'intero capitale sociale di Itinera, fatta eccezione per n. 1 azione di cui resterà titolare SEA – Segnaletica Stradale S.p.A.<sup>2</sup>

Il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento – e, dunque, la misura dell'Aumento di Capitale – è determinato nel rispetto della procedura di cui agli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* cod. civ.. A tal fine, in data 14 marzo 2016, il Consiglio di Amministrazione di ASTM e i Conferenti hanno congiuntamente nominato il Prof. Enrico Cotta Ramusino, ordinario di economia e gestione delle imprese presso la facoltà di economia dell'Università degli Studi di Pavia, quale esperto indipendente di comprovata professionalità, ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), cod. civ. (l'“**Esperto**”). La valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento effettuata dall'Esperto verrà messa a disposizione degli azionisti di ASTM nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente.

La disciplina prevista dagli artt. 2343-*ter*, 2343-*quater* e 2440, comma 5, cod. civ., prevede altresì che gli amministratori di ASTM, entro il termine di trenta giorni dall'esecuzione del conferimento (i) effettuino le verifiche di cui all'art. 2343-*quater*, comma 1, secondo periodo, cod. civ. e (ii) rilascino una dichiarazione contenente le informazioni di cui all'art. 2343-*quater*, comma 3, cod. civ., che dovrà essere depositata presso il registro delle imprese competente in allegato all'attestazione che l'aumento di capitale è stato eseguito così come previsto dall'art. 2444 cod. civ.. Ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma 4, cod. civ., fino a quando la predetta dichiarazione non sia iscritta nel registro delle imprese, le azioni di nuova emissione sono inalienabili e non possono essere assegnate ai sottoscrittori dell'aumento di capitale.

Come anticipato, ai fini della realizzazione dell'Operazione, ASTM e le Conferenti hanno negoziato e sottoscritto in data 16 marzo 2016 un accordo di investimento (l'“**Accordo di Investimento**”) volto a

---

<sup>2</sup> La società Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A. è indirettamente controllata da ASTM per il tramite di SIAS

disciplinare, *inter alia*: (i) la tempistica e i passaggi in cui si articola l'Operazione e (ii) i valori delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento e dell'Aumento di Capitale.

L'Accordo di Investimento prevede che l'obbligazione delle parti di perfezionare l'esecuzione dell'Operazione sia sottoposta alle seguenti condizioni sospensive (congiuntamente le “**Condizioni Sospensive**”), il cui avveramento dovrà intervenire entro il rispettivo termine di avveramento *infra* indicato:

- (a) la sottoscrizione a cura di SIAS e di SATAP dell'accettazione della proposta di Accordo Ancillare (come di seguito definito) entro il termine di 30 giorni lavorativi dalla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento;
- (b) il rilascio, entro il termine di 30 giorni lavorativi dalla data di sottoscrizione dell'Accordo di Investimento, da parte di Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A. e di SEA - Segnaletica Stradale S.p.A. , in qualità di soci di Itinera ciascuno titolare di n. 1 azione Itinera, del loro consenso irrevocabile ed incondizionato al perfezionamento dell'Operazione, con espressa rinuncia, in via irrevocabile ed incondizionata, ad invocare l'eventuale esercizio del diritto di prelazione previsto dallo statuto sociale di Itinera, ove applicabile;
- (c) l'attestazione, entro e non oltre il ventiduesimo giorno di calendario antecedente alla data dell'assemblea di ASTM, chiamata a deliberare l'Aumento di Capitale, da parte dell'Esperto che il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento non sia inferiore al valore di emissione delle nuove azioni di ASTM;
- (d) il rilascio da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., soggetto incaricato della revisione legale dei conti di ASTM del positivo parere di congruità, a mente dell'art. 2441, sesto comma, cod. civ. e art. 158 TUF, con riferimento all'Aumento di Capitale, entro e non oltre il ventiduesimo giorno di calendario antecedente alla data dell'assemblea di ASTM, chiamata a deliberare l'Aumento di Capitale.

Alla data del presente Documento Informativo, le Condizioni Sospensive di cui alle precedenti lettere (a) e (b) si sono già avverate.

Ferma restando l'applicazione delle disposizioni inderogabili di legge, tutte le suddette Condizioni Sospensive devono intendersi come apposte all'obbligazione delle parti di perfezionare l'Operazione, nell'interesse di ciascuna delle medesime, che saranno, pertanto, legittimate a rinunciare validamente, per iscritto, totalmente ovvero parzialmente, al relativo avveramento, entro i rispettivi termini di avveramento.

Ai sensi dell'Accordo di Investimento, è prevista una clausola di gestione interinale concernente Itinera, applicabile nel periodo ricompreso tra la data di sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e la data di esecuzione dell'Operazione (il “**Periodo Interinale**”), ai sensi della quale i Conferenti faranno sì che Itinera sia gestita correttamente e prudentemente, nel rispetto di ogni norma di legge o regolamentare e delle obbligazioni assunte ed al fine precipuo di preservare il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento, astenendosi dal compiere atti che, per la loro natura, i loro scopi o per la loro durata (*a*) eccedano i limiti

dell'ordinaria amministrazione ovvero **(b)** siano tali da pregiudicare il buon esito dell'Operazione, salvo che consti l'assenso scritto di ASTM.

In particolare, i Conferenti faranno sì che, nel Periodo Interinale:

- (i)** Itinera non deliberi la distribuzione di dividendi e/o riserve ovvero l'emissione di obbligazioni (neppure convertibili) e/o warrant e/o altri strumenti finanziari ovvero aumenti di capitale; non sottoscriva contratti o accordi ovvero assuma obbligazioni di qualsiasi natura in base alle quali la stessa sia obbligata, condizionatamente o meno, a emettere o vendere nuove azioni o quote o qualsiasi altro titolo che possa essere scambiato o convertito in azioni o quote o a rimborsare o riacquistare azioni proprie, fatta eccezione per eventuali aumenti di capitale obbligatori ai sensi degli articoli 2446, secondo comma, e 2447 cod. civ. e per gli atti assunti in esecuzione dell'Accordo di Investimento;
- (ii)** Itinera non disponga pagamenti, assuma obbligazioni (di qualsivoglia natura) ovvero rinunci a qualsivoglia diritto nei confronti di alcuno dei Conferenti, fatto salvo l'adempimento delle obbligazioni derivanti dai contratti in corso;
- (iii)** Itinera non disponga pagamenti ovvero assuma obbligazioni nei confronti dei propri amministratori e dipendenti in relazione a premi e meccanismi di incentivazione ovvero indennità o benefici di qualsivoglia natura e/o indennità di fine mandato, fatto salvo l'adempimento delle obbligazioni derivanti dai contratti in corso.

L'Operazione avrà esecuzione alla data in cui avverrà, subordinatamente all'avveramento o alla rinuncia delle Condizioni Sospensive, la sottoscrizione da parte dei Conferenti e di ASTM dell'atto di conferimento (senza alcuna efficacia novativa dell'Accordo di Investimento) delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento a liberazione dell'Aumento di Capitale (l'“**Atto di Conferimento**”). Ai sensi dell'Accordo di Investimento, l'efficacia dell'Atto di Conferimento sarà sospensivamente condizionata al decorso del termine di 30 giorni di cui all'art. 2440, quinto comma, cod. civ., senza che si verifichi anche una sola delle seguenti circostanze (x) la verifica di cui all'art. 2343-*quater*, primo comma, secondo periodo, cod. civ. determini l'applicazione dell'art. 2343-*quater*, secondo comma, cod. civ., ovvero (y) sia stata richiesta una nuova valutazione ai sensi dell'art. 2440, sesto comma, cod. civ..

Ai sensi dell'Accordo di Investimento, ciascuno dei Conferenti ha prestato, in favore di ASTM, dichiarazioni e garanzie usuali in questo genere di operazioni, aventi ad oggetto **(i)** la costituzione e la vigenza dei soggetti stessi, **(ii)** le autorizzazioni alla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e al conseguente adempimento delle obbligazioni ivi previste, **(iii)** l'assenza di conflitti e/o di violazioni dei rispettivi statuti sociali, di accordi o contratti di cui i Conferenti siano contraenti, né di alcuna legge e/o sentenza o altro provvedimento applicabile, conseguenti al perfezionamento dell'Operazione, **(iv)** la piena ed esclusiva proprietà delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento (ivi incluso il godimento dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali) nonché l'assenza di gravami sulle medesime, e **(v)** avuto riguardo a Itinera, la conformità dell'attività di quest'ultima alla normativa applicabile nonché dichiarazioni e garanzie in merito, *inter alia*, al

progetto di bilancio di Itinera al 31 dicembre 2015, ai profili di natura tributaria, ai rapporti contrattuali di appalto e di finanziamento di Itinera in essere ed alla certezza ed esigibilità di determinate pretese creditorie vantate da Itinera (le dichiarazioni e garanzie di cui ai precedenti punti (i), (ii), (iii), (iv), e (v), collettivamente, le “**Dichiarazioni e Garanzie dei Conferenti**”).

ASTM dal canto suo ha rilasciato, in favore dei Conferenti, dichiarazioni e garanzie usuali in questo genere di operazioni, aventi ad oggetto *(i)* la costituzione e vigenza di ASTM, *(ii)* le autorizzazioni alla sottoscrizione dell’Accordo di Investimento e al conseguente adempimento delle obbligazioni ivi previste, *(iii)* l’assenza di conflitti e/o di violazione del proprio statuto sociale, di accordi o contratti di cui ASTM sia contraente, né di alcuna legge e/o sentenza o altro provvedimento applicabile, conseguenti al perfezionamento dell’Operazione (le dichiarazioni e garanzie di cui ai precedenti punti (i), (ii), (iii), collettivamente, le “**Dichiarazioni e Garanzie di ASTM**”).

In conformità a quanto previsto dall’Accordo di Investimento, il diritto al risarcimento del danno derivante dalla non veridicità e correttezza delle Dichiarazioni e Garanzie dei Conferenti potrà, se del caso, essere fatto valere non oltre il 31 dicembre 2017; tale diritto al risarcimento del danno non sarà azionabile fintantoché il relativo danno non sia in aggregato almeno pari ad Euro 500.000,00 (cinquecentomila virgola zero zero).

A ciò si aggiunga che la responsabilità dei Conferenti per indennizzi eventualmente dovuti ai sensi del precedente paragrafo sarà limitata all’importo complessivo massimo di Euro 23.000.000,00 (ventitremilioni virgola zero zero). Fermo quanto precede, resta inteso che il diritto al risarcimento del danno derivante dalla non veridicità e correttezza delle Dichiarazioni e Garanzie dei Conferenti prestate in relazione *(i)* alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento e in materia tributaria potrà se del caso essere fatto valere sino alla scadenza del relativo termine di prescrizione e *(ii)* alla certezza ed esigibilità di determinate pretese creditorie vantate da Itinera potrà se del caso essere fatto valere sino alla scadenza del quinto anniversario dalla Data di Esecuzione.

Tutte le esclusioni e le limitazioni appena indicate non si applicano agli obblighi di indennizzo dei Conferenti derivanti dalla non veridicità, incompletezza e/o violazione delle Dichiarazioni e Garanzie dei Conferenti aventi ad oggetto *(i)* la costituzione e vigenza, *(ii)* le autorizzazioni alla sottoscrizione dell’Accordo di Investimento e al conseguente adempimento delle obbligazioni ivi previste, *(iii)* l’assenza di conflitti e/o di violazioni dei rispettivi statuti sociali, di accordi o contratti di cui ciascuno dei Conferenti sia contraente, né di alcuna legge e/o sentenza o altro provvedimento applicabile, conseguenti al perfezionamento dell’Operazione, nonché *(iv)* la piena ed esclusiva proprietà delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento (ivi incluso il godimento dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali) nonché l’assenza di gravami sulle medesime.

Impregiudicato quanto precede, l’ammontare dovuto a ASTM da parte dei Conferenti per il caso di violazione, mancata rispondenza al vero, mancata correttezza e/o mancata completezza, delle Dichiarazioni e Garanzie dei Conferenti relative ad Itinera sarà pari al 53,35% della perdita, danno o passività patita da

Itinera (in misura dunque corrispondente alla quota di Itinera oggetto di Conferimento), mentre sarà pari al 100% per le garanzie relative alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Inoltre, dal momento che lo statuto sociale di Itinera, attualmente vigente, incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Conferenti e ASTM hanno negoziato con SATAP e la sua controllante SIAS un accordo ancillare (l'“**Accordo Ancillare**”), la cui stipula costituiva, come sopra evidenziato, condizione sospensiva all'Accordo di Investimento e, pertanto, al perfezionamento dell'Operazione. L'Accordo Ancillare è stato effettivamente stipulato dalle parti in data 16 marzo 2016 e ha ad oggetto la disciplina dei termini e condizioni del consenso di SATAP e di SIAS, da prestarsi in via irrevocabile ed incondizionata, all'Operazione disciplinata nell'Accordo di Investimento, nonché, per l'effetto, l'espressa rinuncia, per quanto occorrer possa, ora per allora, irrevocabile ed incondizionata, all'eventuale esercizio del diritto di prelazione a fronte del riconoscimento di diritti di *governance* in Itinera parametrati alla detenzione di una partecipazione di minoranza significativa. In particolare, l'Accordo Ancillare prevede che lo statuto di Itinera sia modificato, con efficacia subordinata all'esecuzione dell'Operazione, al fine di attribuire a SATAP (in qualità di socio di minoranza significativa di Itinera) una rappresentanza nel consiglio di amministrazione proporzionata all'entità della sua partecipazione sociale e un diritto di co-vendita - *tag along* - (bilanciato da un diritto di trascinarsi - *drag along* - a favore di ASTM), a fronte della previsione di talune semplificazioni alla clausola statutaria sulla prelazione, tali da consentire i trasferimenti azionari senza che la prelazione trovi applicazione qualora detti trasferimenti constino il consenso unanime dei soci. Inoltre, nel più ampio contesto dell'Operazione, anche gli altri soci di Itinera e, segnatamente, la società Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A. e la società SEA - Segnaletica Stradale S.p.A., ciascuna titolare di n. 1 azione nel capitale sociale di Itinera, tramite separate comunicazioni, datate 16 marzo 2016, hanno prestato, in via irrevocabile ed incondizionata, il proprio rispettivo consenso al perfezionamento della predetta Operazione e, per l'effetto, hanno rinunciato integralmente, per quanto occorrer possa, ora per allora, in via irrevocabile ed incondizionata, all'esercizio del diritto di prelazione di cui all'articolo 8 del vigente Statuto sociale di Itinera - ove applicabile - in relazione alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Premesso tutto quanto sopra, per effetto del perfezionamento dell'Operazione, muteranno gli assetti proprietari di ASTM, in conformità a quanto indicato nella tabella di seguito riportata, la quale mostra la variazione delle percentuali partecipative conseguenti alla sottoscrizione ed efficacia dell'Aumento di Capitale per gli azionisti che detengono partecipazioni ASTM rilevanti ai sensi dell'art. 120 del TUF.

<b>Socio</b>	<b>% Ante Aumento di Capitale</b>	<b>% Post Aumento di Capitale</b>
Aurelia S.r.l. *	54,01 **	59,12 **
Assicurazioni Generali S.p.A.	3,36	2,98
ASTM ***	5,94	5,28

\* società che detiene l'intero capitale sociale di Argo

\*\* comprensivo delle azioni ASTM detenute direttamente e di quelle detenute tramite Argo e Codelfa

\*\*\* azioni proprie

Ai sensi dell'art. 93 del TUF e dell'art. 2359 cod. civ., ad esito dell'Aumento di Capitale, Argo incrementerà pertanto la posizione di controllo di diritto esclusivo nel capitale sociale di ASTM.

Alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale, entreranno in vigore le modifiche all'art. 5 dello statuto sociale di ASTM di seguito illustrate, le quali non daranno luogo ad alcun diritto di recesso in capo ai soci che non avranno concorso all'approvazione della deliberazione di Aumento di Capitale.

<b>Testo Vigente</b>	<b>Testo proposto</b>
<b>Articolo 5 (Misura del capitale)</b>	<b>Articolo 5 (Misura del capitale)</b>
Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000,00 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale.	Il capitale sociale è di Euro 49.499.300,00 (quarantove milioni quattrocentonovantanove mila trecento virgola zero zero) suddiviso in 98.998.600 (novantottomilioni novecentonovantottomilaseicento) azioni prive di valore nominale.

## ***2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione sarà posta in essere e della natura della correlazione***

L'Operazione di cui al presente Documento Informativo si qualifica nel suo complesso come "operazione con parti correlate" ai sensi del Regolamento e della Procedura OPC, in quanto (i) Argo detiene in ASTM una partecipazione di controllo rappresentativa del 53,39% del relativo capitale sociale ed esercita attività di direzione e coordinamento su ASTM medesima, ai sensi dell'art. 2497 cod. civ. e (ii) Codelfa è controllata da Argo.

ASTM, a sua volta, detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di SATAP e di SIAS), una partecipazione complessivamente pari al 46,66% del capitale sociale di Itinera.

L'Operazione si configura come operazione di maggiore rilevanza in quanto il suo controvalore supera la soglia del 5% rispetto agli indici di rilevanza previsti dall'Allegato 3 del Regolamento e dall'articolo 6 della Procedura OPC.

In particolare gli indici di rilevanza sono stati calcolati avendo come riferimento il maggiore tra il patrimonio netto consolidato al 30 giugno 2015 (ultimo stato patrimoniale consolidato pubblicato) e la capitalizzazione della Società al 30 settembre 2015 (data del più recente documento contabile periodico pubblicato).

Nelle tabelle che seguono vengono riportati gli indici di rilevanza applicabili.

<i>Indice di rilevanza del controvalore</i>	<i>(importi in milioni di Euro)</i>
Controvalore complessivo dell'Operazione (A)	128,0
Patrimonio netto consolidato al 30 giugno 2015 (B)	1.531,5
<b>Indice di rilevanza del controvalore (A)/(B)</b>	<b>8,4%</b>

Premesso che l'Operazione non è qualificabile come "significativa" ai sensi dell'art. 71 del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente aggiornato (il "**Regolamento Emittenti**"), si segnala che la Società si avvale delle facoltà, previste dall'art. 70, comma 8 e dall'art. 71, comma 1-*bis* del Regolamento Emittenti, di derogare all'obbligo di mettere a disposizione del pubblico un documento informativo in occasione di operazioni significative di fusione, scissione, aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizione e cessione.

### **2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione**

Si ritiene sussistente l'interesse della Società al perfezionamento dell'Operazione, in quanto, come più diffusamente trattato nel prosieguo, l'Aumento di Capitale ha una significativa valenza industriale per la Società e il suo gruppo.

In primo luogo, sotto il profilo eminentemente industriale, l'Operazione persegue l'obiettivo di rafforzare il disegno strategico di ASTM incentrato sullo sviluppo del *business* concessioni "*green field*" già avviato nel 2013 mediante l'acquisizione (nel contesto della più ampia iniziativa riguardante, tra l'altro, l'acquisto delle partecipazioni in Tangenziali Esterne di Milano S.p.A. e Tangenziale Esterna S.p.A.) della partecipazione attualmente detenuta in Itinera.

In quest'ottica, l'assunzione, da parte di ASTM, di una posizione di controllo esclusivo su un importante *player* del mercato delle costruzioni quale è Itinera consentirebbe alla Società di poter beneficiare, in maniera autonoma e indipendente, delle sinergie che il binomio concessioni autostradali/costruzioni può offrire, sempre di più, nel settore di riferimento.

In secondo luogo, tenuto anche conto del recente accordo di investimento stipulato con CR Almeida S.A., l'Operazione potrebbe consentire alla Società di usufruire ulteriormente di tutte le opportunità che potranno



maturare in Brasile e, più in generale, in Sud America nel settore delle concessioni, il cui sviluppo è prevalentemente connesso alla realizzazione *ex novo* di infrastrutture, nonché nell'ambito delle costruzioni, dei porti e della logistica anche in considerazione del "diritto di preferenza" a sviluppare nuove eventuali partnership con la medesima CR Almeida S.A. previsto in favore di ASTM dagli specifici accordi di co-investimento formalizzati con SIAS<sup>3</sup>.

Infine, l'Operazione potrebbe consentire di estrarre ulteriori sinergie e opportunità di *business* anche in considerazione della strategia industriale avviata di recente da Itinera, focalizzata sulla progressiva crescita nei mercati internazionali con l'obiettivo di realizzare una consistente quota del proprio fatturato all'estero.

Per quanto attiene segnatamente alla convenienza e correttezza dell'Operazione e delle relative condizioni, il Consiglio di Amministrazione sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate, ha rilevato l'interesse della Società a compiere l'Operazione nonché la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, avvalendosi altresì del supporto e della consulenza del Consulente Finanziario.

In aggiunta alle motivazioni di natura industriale e strategica sopra illustrate, l'Operazione presenta il beneficio economico-finanziario di rafforzare patrimonialmente la Società senza che questa debba ricorrere ad alcuna forma di esborso o indebitamento.

#### ***2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazione circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.***

Ai fini della determinazione degli elementi economici dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione della Società si è avvalso del supporto del Consulente Finanziario.

Il Consulente Finanziario è stato individuato in virtù dei requisiti di comprovata capacità, professionalità ed esperienza in questo genere di operazioni, idonei allo svolgimento dell'incarico ad esso conferito ed a supportare la Società nelle determinazioni relative alla valutazione degli elementi economici dell'Aumento di Capitale. Si è tenuto altresì conto dell'ampiezza e articolazione delle attività svolte dallo stesso nel complesso delle proprie organizzazioni, della pluralità della clientela e della reputazione conseguita in generale in Italia e nel mondo.

La valutazione delle condizioni economiche dell'Operazione è avvenuta in ossequio a quanto di seguito riportato.

#### **Valutazioni di congruità dei termini di conferimento delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento**

Il valore di conferimento in ASTM delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è stato convenuto sulla base di una valutazione di Itinera (*i.e. equity value* del 100% del capitale) pari a Euro 240 milioni, a cui

---

<sup>3</sup> Vedi il Documento Informativo relativo all'Accordo di Investimento e Patto Parasociale con la controllata SIAS pubblicato in data 15 gennaio 2016

corrisponde una valorizzazione di Euro 128.023.704,00 (“**Valore di Conferimento Convenzionale**”) per le n. 43.525.907 azioni di Itinera oggetto di conferimento.

Pertanto, in relazione al Conferimento, l’Aumento di Capitale in natura avrà un valore complessivo massimo pari ad Euro 128.023.704,00 (di cui Euro 5.499.300,00 a titolo di capitale sociale ed Euro 122.524.404,00 a titolo di sovrapprezzo), con emissione di massime n. 10.998.600 nuove azioni ASTM.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, nel determinare il Valore di Conferimento Convenzionale, ha adottato le opportune procedure volte a tutelare l’integrità del capitale sociale della Società e l’interesse degli azionisti a fronte dell’esclusione del loro diritto di opzione, identificando, pertanto, criteri di determinazione del valore economico del capitale di Itinera e di ASTM generalmente applicati in operazioni di analoga natura e compatibili con gli elementi caratteristici delle singole società oggetto di valutazione.

I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale ed alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tenere conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare, le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse. Tali valori non riflettono le possibili sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall’Operazione.

È opportuno, inoltre, evidenziare che le valutazioni connesse alla determinazione dei termini del Conferimento sono finalizzate alla stima di valori “relativi” del capitale economico delle società interessate dall’Operazione e, pertanto, tali valori non potranno essere assunti a riferimento in contesti diversi dall’Operazione stessa.

Nell’ambito di tali analisi e valutazioni, ASTM si è anche avvalsa dell’assistenza da parte di Nomura, che ha predisposto un proprio documento di analisi ed emesso, in data 14 marzo 2016, una propria *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell’Operazione, inteso come numero delle nuove azioni ASTM, allegata al presente Documento Informativo *sub Allegato C* (la “**Fairness Opinion**”).

#### Valore attribuito alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento

Ai fini della determinazione del valore economico di Itinera, è stato utilizzato, quale metodo principale, il metodo finanziario nella versione *discounted cash flow* (“**DCF**”) e, quali metodi di controllo, quelli dei Multipli di Borsa e dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Per completezza, si evidenzia che, non essendo ancora stata ufficialmente completata l’acquisizione del controllo congiunto di Ecorodovias / VEM in Brasile (seppur non si evidenzino rischi alla sua regolare conclusione), e visto l’apporto significativo di ASTM al successo della stessa, la valutazione di Itinera è stata effettuata escludendo tutte le potenziali commesse derivanti dal Brasile.

### Stima del valore economico di Itinera – Discounted Cash Flow

Secondo il metodo DCF il valore economico di un'azienda è rappresentato dalla somma algebrica dei seguenti elementi al netto della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione:

1. valore operativo, pari al valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda scomposto in due parti stimate autonomamente:
  - valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco di tempo definito (periodo di proiezione esplicita);
  - valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita (*terminal value*);
2. valore delle attività accessorie non strumentali alla data di riferimento o *surplus assets*.

In ragione di quanto precede, il valore del capitale economico di un'azienda viene, quindi, determinato sulla base della seguente formula:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n F_{(t)} (1 + WACC)^{-t} + F_{(TV)} (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:

- W: valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- F(t): flussi finanziari *unlevered* per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- F(tv): valore residuo dell'attività operativa del complesso aziendale al termine del periodo di proiezione esplicita;
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- SA : *fair value* dei *surplus assets*;
- L: consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

La scelta del DCF, come metodologia principale, è motivata dalla fase di espansione internazionale in corso all'interno di Itinera, che si rispecchia in significativi investimenti e crescita economica lungo il piano economico quinquennale fornito dal *management* di Itinera. La valutazione DCF, infatti, permette di catturare meglio la crescita della Società rispetto alla valutazione tramite multipli, che prende a riferimento società comparabili a regime che non hanno una crescita prevista paragonabile a quella di Itinera ed i cui multipli pertanto non riflettono tale peculiarità.

Si riportano di seguito le principali assunzioni utilizzate al fine di determinare il valore economico di Itinera:

- la valutazione è stata effettuata sulla base del *business plan* (ricavi, EBITDA, EBIT, investimenti e capitale circolante) predisposto dal *management* Itinera per il periodo 2016-2020;
- al fine di attualizzare i flussi *unlevered* prospettici della società è stato adottato un costo medio ponderato del capitale investito (WACC) pari al 9,50%, calcolato sulla base degli attuali parametri di mercato e del profilo di rischio relativi al settore delle costruzioni, nonché della struttura finanziaria di lungo periodo della società. Il WACC ipotizzato incorpora uno specifico *risk premium* per la remunerazione dei rischi derivanti dall'implementazione del piano quinquennale (che prevede una significativa crescita del portafoglio estero e della marginalità) e della minore dimensione di Itinera rispetto alle aziende comparabili sulla base delle quali è stato preparato il costo dell'*equity* incluso nel WACC;
- il tasso di crescita per la stima del *terminal value* è stato assunto in misura pari al 2%;
- il flusso di cassa terminale è stato determinato applicando un margine EBITDA *Margin* sostenibile di lungo periodo alla media a regime dei ricavi attesi risultanti dal business plan Itinera ed ipotizzando ammortamenti pari agli investimenti normalizzati e variazioni di capitale circolante in linea con l'ultimo anno di *business plan*;
- l'*enterprise value* è stato rettificato per tenere conto:
  - della posizione finanziaria netta di Itinera (posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2015 integrata per tenere conto dei flussi relativi al primo trimestre 2016), della stima di recupero dei *claims* attivi verso i committenti non iscritti a bilancio;
  - del valore delle partecipazioni detenute, valutate al valore di libro e, ove applicabile, agli ultimi valori di mercato;
  - del valore dei fondi pensione del personale (TFR).

Tali valutazioni hanno portato ad individuare un valore di Itinera (100%) compreso tra 236 e 297 milioni di euro.

#### Stima del valore economico di Itinera – Multipli di mercato

Il principio fondamentale della metodologia basata su multipli di mercato consiste nel definire il valore dell'azienda come risultato di una stima effettuata considerando dati del mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

In particolare, si è fatto riferimento ai multipli di imprese di costruzioni quotate (media EV/EBITDA 2016 degli ultimi 3 mesi di Salini Impregilo S.p.A. e Astaldi S.p.A.) ed ai medesimi multipli rettificati per tenere conto degli anticipi da committenti nella posizione finanziaria (tali anticipi sono particolarmente rilevanti nel caso di Salini Impregilo S.p.A. ed Astaldi S.p.A., mentre sono marginali per Itinera).

Per tenere conto della dimensione di Itinera e delle possibili incertezze in ordine alla realizzazione del *business plan* sono state effettuate anche simulazioni applicando uno sconto ai suddetti “multipli semplici” e “multipli rettificati”.

L'*enterprise value* ottenuto con tali metriche è stato depurato degli aggiustamenti utilizzati con il metodo DCF, ad esclusione dei *claims* attivi che sono attività fuori bilancio e, pertanto, non possono essere incluse in una valutazione di mercato che si basa esclusivamente su informazioni pubbliche.

Tali valutazioni hanno portato ad individuare un valore di Itinera (100%) compreso tra 190 e 213 milioni di euro applicando i “multipli semplici” e compreso tra 241 e 273 milioni di euro applicando i “multipli rettificati”.

#### Stima del valore economico di Itinera – Multipli transazioni comparabili

Il criterio dei multipli presuppone che il valore di una società si possa determinare facendo riferimento a transazioni che abbiano avuto per oggetto aziende comparabili e comporta la determinazione di indicatori (calcolati come rapporto tra i valori negoziati e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di compravendita) da applicare alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Sulla base delle transazioni analizzate, è stato individuato un multiplo (6.5x – 7.5x dell'EBITDA dell'ultimo anno) che applicato al medesimo indicatore di Itinera (41 milioni di euro per il 2015) ha comportato l'individuazione di un valore di Itinera (100%) compreso tra 329 e 370 milioni di euro.

Gli aggiustamenti effettuati all'*enterprise value* per ottenere tali valori sono i medesimi applicati con il metodo dei multipli di mercato.

#### Criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ordinarie ASTM e sua congruità

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni ASTM, è stato utilizzato quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* (“DDM”) e, quale metodo di controllo, il *Net Asset Value* (“NAV”) rettificato per tenere conto della natura di *holding* finanziaria di ASTM (*holding discount*).

I valori così ottenuti sono stati inoltre confrontati con i valori medi delle quotazioni ponderati per i volumi scambiati rilevati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi.

#### Stima del valore economico di ASTM / Dividend Discount Model

Il metodo dei dividendi scontati (“DDM”) determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi, al netto del flusso di apporti di capitale richiesti agli azionisti, che, si stima, l'azienda sia in grado di generare in chiave prospettica.

I flussi di cassa per gli azionisti sono attualizzati al costo del capitale proprio ( $K_e$ ).

Come noto, ASTM è una *holding* il cui principale *asset* è attualmente rappresentato dal 63,42% del capitale sociale di SIAS, a sua volta *holding* di partecipazioni quotata al MTA gestito da Borsa Italiana S.p.A..

La scelta di utilizzare il DDM come metodo di valutazione principale è quindi motivata dalla natura di *holding company* di ASTM, in quanto tale metodologia è in grado di riflettere il ritardo temporale nella percezione dei dividendi da parte delle partecipate e l'effettiva *structural subordination* a cui la Società è soggetta.

Con riferimento a quanto precede, si riportano di seguito i parametri utilizzati ai fini della determinazione del valore economico di ASTM:

- i flussi di cassa per gli azionisti sono stati determinati sulla base dei dati economico-finanziari prospettici predisposti dal *management* della Società. Tali dati prospettici non includono i potenziali flussi relativi all'operazione Ecorodovias, in quanto non è stata ancora completata formalmente l'acquisizione del controllo congiunto di Ecorodovias / VEM in Brasile (seppur non si evidenzino rischi alla sua regolare conclusione);
- è stato ipotizzato un *dividend payout ratio* (percentuale del risultato netto distribuito agli azionisti) del 60%, percentuale che approssima la media dei dividendi distribuiti dalla Società negli ultimi sette anni;
- il *terminal value* è stato calcolato come valore di liquidazione della società al termine del periodo di attività dell'ultima concessione autostradale, in linea con la prassi valutativa per gli operatori in regime di concessione (ipotesi prudenziale di non rinnovo concessioni);
- il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) è stato stimato pari al 7% sulla base del *Capital Asset Pricing Model* applicato su un fattore Beta di ASTM ottenuto da una media delle osservazioni settimanali negli ultimi 10 anni.

L'applicazione del DDM in base ai criteri e parametri sopra illustrati ha condotto ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79.

Si sottolinea che tale valutazione è riferita alle azioni di nuova emissione con godimento regolare (1° gennaio 2016) e che, pertanto, esclude l'incasso di Euro 0,25 per azione derivanti dalla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore alle sole azioni ASTM attualmente in circolazione (proposta che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile).

#### Stima del valore economico di ASTM: Adjusted Net Asset Value ("NAV")/ Quotazioni

Tenuto conto, come sopra già evidenziato, della struttura di *holding* di ASTM (il cui principale *asset* è rappresentato dalla partecipazione in SIAS), si è ritenuto che una valida metodologia di controllo fosse rappresentata dall'applicazione del metodo NAV, che determina il valore del capitale economico della Società come somma del *fair value* delle attività al netto delle passività finanziarie.

Il NAV di ASTM è stato calcolato sulla base delle seguenti principali ipotesi:

- partecipazione SIAS e altre partecipazioni in società quotate in portafoglio valutate sulla base della quotazione puntuale giornaliera;

- prestito obbligazionario SIAS denominato “SIAS 2,625% 2005 – 2017 convertibile in azioni ordinarie” valutato al valore di libro aggiornato trimestralmente nei resoconti finanziari di ASTM;
- partecipazioni di controllo in Sina S.p.A. ed in Sineco S.p.A. valutate tramite multiplo su EBITDA degli ultimi dodici mesi (calcolabile con cadenza trimestrale dai resoconti finanziari di ASTM) e tenendo conto della partecipazione in SIAS detenuta da Sina S.p.A.;
- altre partecipazioni non quotate valutate all’ultimo valore di carico disponibile;
- rettifica del NAV per gli “*holding costs*” attraverso una *perpetuity* sui costi medi della *holding company* negli ultimi tre anni al netto di eventuali costi straordinari e dell’effetto fiscale;
- aggiustamento della posizione finanziaria netta (fornita con cadenza trimestrale nei resoconti finanziari di ASTM) per l’acquisto di azioni proprie e per l’eventuale distribuzione di dividendi da parte di ASTM e/o l’incasso di dividendi dalle partecipate.

Ai fini della valutazione di controllo, è stato considerato il *range* dei NAV per azione ASTM (ottenuti tenendo conto delle azioni proprie in portafoglio) registrati nel mese antecedente il 14 marzo 2016. Su tali osservazioni di NAV sono stati applicati due aggiustamenti, nel seguente ordine:

- (i) la detrazione di Euro 0,25 per azione per tenere conto della proposta di destinazione dell’utile d’esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione che verrà sottoposta all’esame dell’Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile;
- (ii) l’applicazione di un *holding discount*, stimato nell’intorno del 30%, in linea con la media degli sconti sul NAV di un paniere di *holding companies* quotate al MTA con caratteristiche simili ad ASTM, in modo da riflettere lo sconto che il mercato generalmente applica su strutture di controllo attraverso *holding companies*. Tale sconto risulta inferiore all’*holding discount* registrato dal titolo ASTM, che ha spaziato principalmente nell’intorno del 40-50% nel periodo 2011-2016 (media intorno al 45%).

Tale *range* di NAV aggiustato ha condotto ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 11,48 ed Euro 12,45.

In ragione di quanto precede, il valore di ognuna delle esistenti azioni ASTM oscilla in un range compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79 per azione utilizzando i risultati derivanti dal metodo di valutazione principale e tra Euro 11,48 e Euro 12,45 per azione utilizzando i risultati derivanti dal metodo di controllo.

Nell’ambito delle negoziazioni tra ASTM e le Conferenti utili alla conclusione dell’Accordo di Investimento, i Conferenti hanno accettato che le nuove azioni ASTM da emettere a fronte del Conferimento fossero valutate in Euro 11,64 ciascuna (“**Valore di Emissione**”).

Tale Valore di Emissione:

- (i) si colloca all'interno di tutti i *range* di valutazione sopra esposti;
- (ii) incorpora un premio del 16,3% rispetto al prezzo di chiusura delle azioni ASTM registrato alla data dell'11 marzo 2016 (Euro 10,01);
- (iii) come di seguito evidenziato, è superiore ai valori di mercato medi ponderati per i volumi scambiati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi registrati alla data dell'11 marzo 2016 (“**Medie delle Quotazioni**”).

In relazione a tale confronto, si evidenzia che le Medie delle Quotazioni includono il dividendo di Euro 0,25 per azione relativo alla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle sole azioni ASTM attualmente in circolazione (proposta che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile).

Posto che i valori per azione ASTM ottenuti attraverso le metodologie DDM e NAV aggiustato, e conseguentemente il Valore di Emissione selezionato, non sono comparabili con le suddette medie in quanto ottenuti in ottica “*ex-dividend*” (le nuove azioni emesse non godranno infatti dell'incasso del suddetto dividendo), al fine di rendere comparabili le Medie delle Quotazioni con il Valore di Emissione selezionato (Euro 11,64), quest'ultimo valore va considerato in versione “*cum-dividend*”, ovvero includendo l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25.

Si riporta di seguito il confronto tra le Medie Quotazioni con il Valore di Emissione “*cum-dividend*”, pari ad Euro 11,89:

Prezzi medi alla data 11 marzo 2016	Prezzo medio ponderato per volumi	Premio Prezzo di Emissione cum-dividend (Euro 11,89) su prezzo medio
Media 1 mese	Euro 9,95	19,5%
Media 3 mesi	Euro 10,26	15,9%
Media 6 mesi	Euro 10,94	8,6%
Media 12 mesi	Euro 11,76	1,1%
Media 24 mesi	Euro 11,55	3,0%
Media 36 mesi	Euro 11,01	8,0%

Considerato tutto quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha quindi ritenuto che il Valore di Emissione delle nuove azioni ASTM - Euro 11,64 per ogni azione di nuova emissione avente godimento 1° gennaio 2016 - fosse congruo, con piena tutela dei diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione e ciò anche ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del cod. civ..



Per completezza, si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione, pur rilevando che il valore di patrimonio netto contabile per azione ASTM – calcolato sulla base del progetto di bilancio separato al 31 dicembre 2015 e facendo riferimento al numero delle azioni in cui risulta suddiviso l’attuale capitale sociale (n. 88.000.000) al netto delle n. 4.921.950 azioni proprie detenute direttamente in portafoglio alla medesima data del 31 dicembre 2015 – è pari ad Euro 20,74, ha ritenuto congruo il Valore di Emissione in quanto, applicando a tale valore l’*holding discount* medio del titolo ASTM rilevato per il periodo 2011-2016 (circa 45%), si ottengono valori ricompresi all’interno dell’intervallo derivante dall’applicazione del metodo di valutazione principale e ritenendo, comunque, che tale effetto, in quanto connaturale alla sopra descritta *structural subordination* a cui la Società è soggetta, debba essere considerato ai fini dell’individuazione di un equo valore di mercato ed economico di ASTM che, di fatto, tenga conto dei valori in base a cui il titolo è normalmente negoziato.

Da ultimo, si evidenzia che la congruità del Valore di Emissione è stata altresì accertata, in via teorica, anche in ragione del possibile maggior effetto diluitivo degli azionisti terzi nel caso in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento fossero state acquisite per contanti con contestuale aumento del capitale sociale ASTM da offrire in opzione a tutti i soci e da liberare in denaro, con conseguente emissione di nuove azioni ASTM sulla base di prezzi di emissione determinati applicando gli usuali sconti sul prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione.

## **2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Operazione**

Per quanto concerne il “*bilancio d’esercizio*” di ASTM, i principali effetti economico-patrimoniali e finanziari derivanti dall’Operazione consistono in un incremento delle “Attività finanziarie non correnti – Partecipazioni in imprese controllate” con un corrispondente incremento del “Patrimonio netto” per un importo pari a Euro 128 milioni.

Si provvederà inoltre a riclassificare dalla voce “Attività finanziarie non correnti – Partecipazioni in imprese collegate” alla voce “Attività finanziarie non correnti – Partecipazioni in imprese controllate” il valore di iscrizione della partecipazione già detenuta in Itinera (30 milioni di euro).

Relativamente al “*bilancio consolidato*” del Gruppo ASTM, i principali effetti economico-patrimoniali e finanziari derivanti dall’Operazione consistono nell’acquisizione del controllo di Itinera con il conseguente consolidamento dei dati della stessa e delle sue controllate con il “metodo integrale” che consiste – in sintesi – nella assunzione delle attività e passività, dei costi e dei ricavi del Gruppo Itinera e attribuendo ai terzi azionisti, in una apposita voce del Patrimonio netto denominata “Patrimonio netto attribuito alle partecipazioni di minoranza”, la quota di utile e delle riserve di loro competenza.

L’acquisizione del controllo di Itinera a seguito dell’Operazione comporterà il consolidamento con il “metodo integrale” anche della partecipazione già ad oggi detenuta dal Gruppo ASTM nella sopramenzionata società (pari al 46,66% del capitale sociale) ed iscritta nella voce “Partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto”.

## **2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione**

In conseguenza del perfezionamento dell'Operazione non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società o di alcuna delle società da essa direttamente o indirettamente controllata.

## **2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente coinvolti nell'Operazione**

Non sono coinvolti nell'Operazione, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti delle Società né delle altre società partecipanti all'Aumento di Capitale.

Si osservi in ogni caso che, nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione di ASTM tenutasi in data 14 marzo 2016, conclusasi con l'approvazione da parte di detto Consiglio di Amministrazione della proposta di Aumento di Capitale da sottoporre all'Assemblea degli azionisti di ASTM, hanno dichiarato di essere portatori di un interesse, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 cod. civ., i seguenti consiglieri (per le ragioni di seguito illustrate):

- il consigliere Stefania Bariatti, in quanto ricopre la carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione in SIAS;
- il consigliere e amministratore delegato Alberto Rubegni in quanto ricopre la carica di amministratore delegato e membro del comitato esecutivo in Argo nonché di presidente del consiglio di amministrazione in Itinera e Codelfa.
- il consigliere Stefano Viviano in quanto ricopre la carica di Consigliere in Argo, società di cui è anche dirigente, e riveste il ruolo di “Direttore Centrale” in SIAS con riferimento all'area “Finanza”;
- il consigliere Luigi Bomarsi in quanto ricopre la carica di Consigliere in Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A., è dirigente in Argo e riveste altresì il ruolo di “Direttore Centrale” in SIAS con riferimento all'area “Societario”;
- il consigliere e amministratore delegato Alberto Rubegni in quanto ricopre la carica di amministratore delegato e membro del comitato esecutivo in Argo nonché di presidente del consiglio di amministrazione in Itinera e Codelfa.

Si segnala infine che il Vice Presidente Marcello Gavio, oltre a segnalare *(i)* le cariche di Vice Presidente e di Consigliere ricoperte, rispettivamente, in Argo (di cui è anche membro del Comitato esecutivo) e in Sea – Segnaletica Stradale S.p.A. e *(ii)* di essere socio di SATAP e di Sea – Segnaletica Stradale S.p.A. (società di cui Argo detiene il 95% del capitale sociale), in ragione della quota di partecipazione a lui riconducibile (circa il 24,76%) in Aurelia S.r.l., società che detiene l'intero capitale sociale di Argo, si è astenuto dalla

suddetta deliberazione.

## **2.8 Descrizione della procedura di approvazione dell'Operazione**

### Attività del Comitato Parti Correlate

Ai sensi dell'art. 6 della Procedura OPC, le operazioni di maggiore rilevanza sono approvate dal Consiglio di Amministrazione previo parere motivato favorevole del comitato controllo e rischi in funzione di Comitato Parti Correlate, che si esprime sull'interesse della Società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle sue condizioni.

Dal momento che l'Aumento di Capitale costituisce un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, in data 24 febbraio 2016 le linee guida della prospettata Operazione sono state rappresentate al Comitato Parti Correlate. Nel corso di tale riunione, il Comitato Parti Correlate ha nominato l'Advisor del Comitato, incaricato di assistere il Comitato Parti Correlate medesimo per effettuare le valutazioni funzionali ad esprimere il proprio parere sull'Operazione. Il Comitato Parti Correlate ha valutato l'indipendenza dell'Advisor del Comitato e considerato che lo stesso, oltre ad avere un elevato *standing* reputazionale proprio, non ha in essere incarichi con ASTM, e più in generale con il Gruppo, tali da compromettere in alcun modo la sua indipendenza di giudizio.

Come già evidenziato, tenuto conto della posizione dell'Amministratore Delegato di ASTM, Ing. Alberto Rubegni, che riveste la medesima carica in Argo (di cui è anche membro del Comitato Esecutivo) ed è altresì Presidente del Consiglio di Amministrazione di Itinera e Codelfa, il Consiglio di ASTM ha conferito apposito mandato al Consigliere indipendente Ing. Giuseppe Garofano, membro del Comitato, per la conduzione delle trattative con le Conferenti, da un lato, e SIAS e SATAP dall'altro.

Il Comitato Parti Correlate è stato coinvolto nella fase di istruttoria attraverso la trasmissione di un flusso informativo tempestivo e adeguato, venendo costantemente aggiornato dal *management* in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere avuto riguardo all'Operazione.

Successivamente, in data 29 febbraio 2016, 4 e 8, 10 marzo 2016, il Comitato Parti Correlate si è riunito nuovamente per aggiornarsi sull'evoluzione dell'Operazione e per confrontarsi al riguardo con l'Advisor del Comitato. Nel corso della riunione tenutasi in data 14 marzo 2016, l'Advisor del Comitato ha riferito al Comitato Parti Correlate l'esito e le motivazioni delle valutazioni dallo stesso effettuate, esprimendosi favorevolmente in ordine all'adeguatezza dei termini economici e finanziari del suddetto Aumento di Capitale ed il Comitato Parti Correlate ha rilasciato il proprio parere favorevole sull'interesse di ASTM a deliberare la proposta di Aumento di Capitale – e quindi alla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento con Argo e Codelfa, nonché alla proposta di sottoscrizione dell'Accordo Ancillare con Argo, SIAS e SATAP, e quindi all'Operazione nel suo complesso – nonché sulla opportunità e correttezza sostanziale delle relative condizioni e termini ed altresì sulla correttezza della procedura dell'*iter* istruttorio e deliberativo seguito, non

ritenendo di sollevare obiezioni in merito all'Operazione prospettata nel complessivo quadro di convenienza per ASTM.

#### Approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di ASTM

In data 14 marzo 2016, il Consiglio di Amministrazione di ASTM, previo parere favorevole del Comitato Parti Correlate, e tenuto conto delle valutazioni del Consulente Finanziario all'uopo incaricato e della Fairness Opinion rilasciata dallo stesso, ha condiviso i termini economici dell'Operazione stessa, rinvenendo l'interesse di ASTM e dei suoi azionisti all'attuazione dell'Operazione e quindi deliberando (i) l'approvazione dell'Operazione, ivi inclusa la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e dell'Accordo Ancillare, e (ii) la convocazione per la data del 28 aprile 2016, dell'Assemblea straordinaria degli azionisti di ASTM, cui sottoporre la proposta di Aumento di Capitale.

Nel corso di tale riunione, il Consiglio di Amministrazione di ASTM e i Conferenti hanno congiuntamente nominato l'Esperto.

#### ***2.9 Dichiarazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari***

La sottoscritta Dott.ssa Lucia Scaglione, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di ASTM, attesta, ai sensi dell'art. 154-bis, comma 2, TUF, che l'informativa contabile relativa a ASTM contenuta nel presente Documento Informativo corrisponde alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili.

\* \* \*

#### **Documentazione allegata**

- Allegato A: Parere del Comitato Parti Correlate
- Allegato B: Parere dell'Advisor del Comitato (Prof. Frova)
- Allegato C: Fairness Opinion di Nomura

Allegato A

Parere del Comitato Parti Correlate

**Parere del Comitato Controllo e Rischi**  
**con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate**

Il Comitato Controllo e Rischi di ASTM S.p.A. (“**ASTM**” o “**Società**”), con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “**Comitato**”), è stato chiamato ad esprimere il proprio parere in merito al trasferimento in favore della Società, da parte di Argo Finanziaria S.p.A. (“**Argo**”) e della sua controllata Codelfa S.p.A. (“**Codelfa**” e, insieme ad Argo, le “**Conferenti**”), della quota di controllo da esse detenuta in Itinera S.p.A., impresa di costruzioni specializzata nella realizzazione di grandi opere infrastrutturali e di edilizia civile (“**Itinera**”).

Come noto, Itinera è una società in cui ASTM già detiene una partecipazione del 17,02% del capitale, acquisita lo scorso 28 novembre 2013 per effetto della sottoscrizione di un aumento di capitale della stessa; con tale operazione ASTM ha avviato il percorso di ampliamento del portafoglio di attività al settore delle costruzioni collegato principalmente alle opere in concessione.

Si ricorda che, nell’ambito della strategia del gruppo ASTM a suo tempo delineata dal Consiglio di Amministrazione della Società, l’acquisizione del controllo di una impresa di costruzioni può porre la Società stessa nelle condizioni di poter rafforzare il proprio disegno strategico incentrato sullo sviluppo del *business* concessioni “*green field*” e di poter beneficiare, in maniera autonoma e indipendente, delle sinergie che il binomio concessioni autostradali/costruzioni può offrire, sempre di più, nel settore di riferimento.

L’acquisizione del controllo di un’impresa di costruzioni va inoltre valutato anche alla luce del recente accordo di investimento stipulato con CR Almeida S.A. e di tutte le opportunità che potranno maturare in conseguenza dello stesso in Brasile e, più in generale, in Sud America, nel settore delle concessioni, nonché nell’ambito delle costruzioni, dei porti e della logistica anche in considerazione del “diritto di preferenza” a sviluppare nuove eventuali *partnership* con la medesima CR Almeida S.A. previsto in favore di ASTM dagli specifici accordi di co-investimento formalizzati con SIAS S.p.A. (“**SIAS**”).

Premesso quanto sopra, si presenta ora l'opportunità di poter proseguire il percorso di ampliamento del portafoglio strategico di ASTM attraverso l'acquisizione del controllo di Itinera, previa stipula di un accordo con la controllante Argo (e con la sua controllata Codelfa) e definizione di un nuovo assetto di *governance* di Itinera con la propria controllata quotata SIAS, come si dirà nel seguito.

A tal riguardo, dopo aver esaminato le opzioni negoziali possibili e più convenienti per ASTM, è emersa la disponibilità di Argo e di Codelfa all'esecuzione di un'operazione che prevede la sottoscrizione da parte di queste ultime di azioni ASTM di nuova emissione, a fronte del conferimento in favore di ASTM medesima (su cui si v. *infra*) della quota di controllo detenuta dalle stesse in Itinera: operazione che è volta a consentire la realizzazione del disegno strategico sopra illustrato e a rafforzare patrimonialmente la Società senza che questa debba ricorrere ad alcuna forma di esborso in contanti o indebitamento.

Premesso quanto precede, è compito del Comitato esprimersi in merito:

- (i) all'interesse sociale di ASTM (a) a deliberare la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento – funzionale a realizzare l'operazione qui in disamina – da eseguirsi mediante emissione di nuove azioni ordinarie, aventi godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, del codice civile, riservato ad Argo (socio di controllo di ASTM ed esercente attività di direzione e coordinamento su quest'ultima) e alla sua controllata Codelfa, e (b) a stipulare gli accordi propedeutici all'esecuzione dell'operazione, come di seguito illustrati (complessivamente, l'“**Aumento di Capitale**” o l'“**Operazione**”), e
- (ii) alla convenienza e correttezza sostanziale e procedurale dell'Operazione nel suo complesso.

Si premette che ASTM già detiene in Itinera, in via diretta e indiretta (per il tramite di Società Autostrada Torino – Alessandria – Piacenza S.p.A. - “**SATAP**” -, a sua volta controllata da SIAS), una quota pari, rispettivamente, al 17,02% e al 29,64% del relativo capitale sociale (e dunque, complessivamente, una partecipazione rappresentativa del 46,66% del capitale sociale di Itinera).

Per completezza si osserva che la quota di controllo in Itinera, oggetto del conferimento, verrà assunta da Argo e Codelfa (e poi conferita da queste ultime in favore di ASTM) ad esito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo, ad oggi in corso di completamento, per effetto del quale le partecipazioni attualmente detenute in Itinera da Finanziaria di Costruzioni S.p.A. e da Partecipazioni Costruzioni S.p.A. verranno assunte, entro la fine del mese di aprile 2016, da Argo e dalla sua controllata Codelfa, le quali verranno pertanto a detenere in via diretta una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,9% e al 9,45% del capitale sociale di Itinera (complessivamente, le **“Partecipazioni Oggetto di Conferimento”**).

L’Operazione in disamina prevede dunque il conferimento in natura delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento da parte di Argo e Codelfa in favore di ASTM, e per l’effetto la sottoscrizione integrale dell’Aumento di Capitale ad esse riservato ai termini e alle condizioni puntualmente delineati in un apposito accordo di investimento fra ASTM e le Conferenti medesime (l’**“Accordo di Investimento”**, di seguito più diffusamente illustrato).

In conseguenza del perfezionamento dell’Operazione, ASTM assumerà quindi una partecipazione di controllo di diritto in Itinera.

L’Operazione prevede, inoltre, la sottoscrizione di un ulteriore accordo, da parte di ASTM e Argo, da un lato, e di SIAS e SATAP, dall’altro lato, alla cui stipula l’Aumento di Capitale è condizionato, volto a disciplinare talune modifiche allo statuto di Itinera funzionali al completamento dell’Operazione nei termini previsti dalle parti e alla realizzazione degli assetti di *governance* in Itinera di seguito evidenziati (l’**“Accordo Ancillare”**, di seguito più diffusamente illustrato).

\* \* \* \* \*

Dato che l’Aumento di Capitale (riservato ad Argo e Codelfa), comprensivo di tutti i singoli passaggi societari e negoziali di cui esso si compone (tra cui la stipula dell’Accordo di Investimento e dell’Accordo Ancillare), dà luogo per ASTM ad un’“operazione con parti correlate di maggiore rilevanza” (v. *infra*), i termini e le condizioni essenziali dell’Operazione sono stati illustrati al Comitato con congruo anticipo, attraverso un flusso informativo completo e adeguato per effetto del quale il Comitato stesso è stato posto in condizione di poter svolgere compiutamente il proprio compito, ai sensi e per gli effetti di quanto prescritto dall’art. 2391-*bis* cod. civ., dal Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e



successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 (il “**Regolamento OPC**”) e dalla procedura sulle operazioni con parti correlate adottata dalla Società (la “**Procedura OPC**”).

Si segnala altresì che, tenuto conto della posizione dell’Amministratore Delegato, Ing. Alberto Rubegni, che riveste la medesima carica in Argo (di cui è anche membro del Comitato Esecutivo) e che è altresì Presidente del Consiglio di Amministrazione di Itinera e Codelfa, il Consiglio di ASTM ha conferito apposito mandato al Consigliere indipendente Ing. Giuseppe Garofano, che, fra l’altro, è anche componente del Comitato - di cui si ricorda fanno parte anche il Prof. Flavio Dezzani (Presidente) e l’Ing. Barbara Poggiali - per la conduzione delle trattative con le Conferenti, da un lato, e SIAS e SATAP dall’altro.

In ragione di quanto precede, le linee guida del prospettato Aumento di Capitale sono state rappresentate a questo Comitato già in data 24 febbraio 2016. Nel corso di tale riunione, il Comitato ha nominato un proprio *advisor* indipendente e di comprovata professionalità, individuato nel Prof. Sandro Frova, ordinario di Finanza Aziendale presso l’Università Bocconi di Milano (l’“**Advisor**”), incaricato di assistere il Comitato per effettuare le valutazioni funzionali ad esprimere il proprio parere sull’Operazione. Il Comitato ha valutato l’indipendenza dell’Advisor, tenendo anche conto della dichiarazione sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza, e sull’assenza di conflitti di interesse, da quest’ultimo resa.

Successivamente, in data 29 febbraio 2016, 4 e 8 marzo 2016, il Comitato si è riunito nuovamente per aggiornarsi sull’evoluzione dell’Operazione e per confrontarsi al riguardo con il proprio Advisor.

Nel corso della riunione del 10 marzo 2016, l’Advisor ha riferito al Comitato l’esito e le motivazioni delle valutazioni dallo stesso effettuate, esprimendosi favorevolmente in ordine all’adeguatezza dei termini economici e finanziari del suddetto Aumento di Capitale, come diffusamente illustrato nel parere reso dall’Advisor medesimo (si veda l’Allegato A: parere dell’Advisor).

Sempre nel corso della riunione del 10 marzo 2016, su richiesta del Comitato, anche Nomura International plc - Italian Branch (“**Nomura**”), consulente del Consiglio di Amministrazione di ASTM, ha illustrato allo stesso Comitato le proprie valutazioni di natura economico-finanziaria aventi ad oggetto le Partecipazioni Oggetto di Conferimento e, più in generale, l’Operazione nel suo complesso.

Al fine di rilasciare il proprio parere, il Comitato ha ricevuto, con congruo anticipo, bozze dei seguenti documenti:

- (a) Accordo di Investimento;
- (b) Accordo Ancillare;
- (c) relazione illustrativa degli amministratori sull'aumento del Capitale, redatta in conformità a quanto previsto dall'articolo 2441, comma 6, del codice civile e dell'articolo 72 del Regolamento adottato con Deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche ed integrazioni (la "**Bozza di Relazione Illustrativa**");
- (d) progetto di bilancio di Itinera al 31 dicembre 2015; e
- (e) progetto di bilancio di ASTM al 31 dicembre 2015.

## **1. Descrizione dell'Operazione.**

### **1.1. Motivazioni dell'Operazione**

L'Operazione, come descritta nella Bozza di Relazione Illustrativa e come anticipato in premessa, ha una valenza industriale per la Società e il suo gruppo e persegue l'obiettivo di rafforzare il disegno strategico di ASTM incentrato sullo sviluppo sinergico dei settori delle concessioni e delle costruzioni, già avviato, come detto, con l'acquisizione (nel contesto della più ampia iniziativa riguardante, tra l'altro, l'acquisto delle partecipazioni in Tangenziali Esterne di Milano S.p.A. e Tangenziale Esterna S.p.A.) della partecipazione attualmente detenuta da ASTM in Itinera.

In tale ottica, l'assunzione da parte di ASTM di una posizione di controllo esclusivo su un importante *player* del mercato delle costruzioni quale è Itinera consentirebbe alla Società di poter beneficiare, in maniera autonoma e indipendente, delle sinergie che il binomio concessioni autostradali/costruzioni può offrire, ampliando il suo portafoglio strategico e mettendola nelle condizioni di potere competere con i *competitors* nazionali ed internazionali.

L'Operazione consente, inoltre, di realizzare ulteriori sinergie e opportunità di *business* anche in considerazione della strategia industriale avviata di recente da Itinera, focalizzata sulla progressiva crescita nei mercati internazionali con l'obiettivo di conseguire una consistente quota del proprio fatturato all'estero.

Infine, tenuto anche conto del recente accordo di investimento stipulato con CR Almeida S.A., l'Operazione, come precedentemente accennato, potrebbe consentire alla Società di

usufruire ulteriormente di tutte le opportunità che potranno maturare in Brasile e, più in generale, in Sud America, nel settore delle concessioni, il cui sviluppo è prevalentemente connesso alla realizzazione *ex novo* di infrastrutture (c.d. *greenfield projects*), nonché nell'ambito delle costruzioni, dei porti e della logistica anche in considerazione del "diritto di preferenza" a sviluppare nuove eventuali *partnership* con la medesima CR Almeida S.A. previsto in favore di ASTM dagli specifici accordi di co-investimento formalizzati con SIAS.

### 1.2. Aspetti societari dell'Operazione

L'Operazione consiste in un aumento a pagamento del capitale sociale per un ammontare massimo di Euro 128.023.704,00, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del codice civile, da liberarsi in natura tramite il conferimento da parte di Argo e Codelfa delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento a fronte dell'emissione, da parte di ASTM, di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale e aventi godimento regolare. Le azioni di nuova emissione saranno emesse in regime di dematerializzazione e saranno quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, ASTM diverrà pertanto titolare, direttamente ed indirettamente, dell'intero capitale sociale di Itinera, fatta eccezione per n. 1 azione di cui resterà titolare SEA – Segnaletica Stradale S.p.A. (società di cui Argo detiene il 95% del capitale sociale).

Ai sensi dell'Accordo di Investimento, il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento – e, dunque, la misura dell'Aumento di Capitale – è sottoposto alla procedura di cui agli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* del codice civile, quale condizione dell'efficacia dell'Accordo di Investimento stesso. A tal fine, ASTM, Argo e Codelfa si sono impegnate a nominare congiuntamente il Prof. Enrico Cotta Ramusino quale esperto indipendente di comprovata professionalità, ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), cod. civ.. La valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento effettuata dall'esperto indipendente sarà riferita alla data del 31 dicembre 2015.

Ai fini della realizzazione dell'Operazione, ASTM, Argo e Codelfa hanno negoziato l'Accordo di Investimento, che è volto a disciplinare, *inter alia*:

- (i) la tempistica e i passaggi in cui si articola l'Operazione;

- (ii) i valori delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento e dell'Aumento di Capitale; e
- (iii) le condizioni, al cui avveramento è subordinata l'esecuzione dell'Operazione stessa.

L'Accordo di Investimento prevede – oltre a una clausola sulla gestione interinale di Itinera sino all'esecuzione del conferimento – anche dichiarazioni e garanzie rese dalle Conferenti, usuali nelle operazioni a condizioni di mercato, aventi ad oggetto, *inter alia*, la correttezza e veridicità dei dati contabili di Itinera, l'assenza dell'operatività di clausole di *change of control* in conseguenza del conferimento e la validità ed efficacia dei contratti di appalto e di finanziamento di cui Itinera è parte. Anche i termini economici delle suddette dichiarazioni e garanzie sono a condizioni di mercato (franchigia, soglia massima-*cap*, ecc.) e riflettono l'esito delle negoziazioni fra ASTM e le Conferenti che, si ricorda, per ASTM sono state condotte dall'amministratore indipendente Ing. Garofano.

Inoltre, dal momento che lo statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, Argo, Codelfa e ASTM hanno negoziato con gli altri soci di Itinera (e in particolare con SATAP e con la sua controllante SIAS) l'Accordo Ancillare (la cui stipula costituisce condizione sospensiva al perfezionamento dell'Operazione), con cui questi ultimi rinunciano all'eventuale esercizio del diritto di prelazione sulle Partecipazioni Oggetto di Conferimento a fronte del riconoscimento di diritti di *governance* in Itinera parametrati alla detenzione di una partecipazione di minoranza significativa. In particolare, l'Accordo Ancillare prevede che lo statuto di Itinera sia modificato, con efficacia subordinata all'esecuzione dell'Operazione, per attribuire a SATAP (in qualità di socio di minoranza significativo di Itinera) **(i)** una rappresentanza nel consiglio di amministrazione proporzionata alla misura della sua partecipazione sociale, e **(ii)** un diritto di co-vendita (*tag-along*), in caso di cessione della partecipazione, in tutto o in parte, ad opera di ASTM (bilanciato da un diritto di trascinarsi-*drag-along*, in capo a ASTM, in caso di cessione del controllo di Itinera a terzi), il tutto a fronte della previsione di talune semplificazioni alla clausola statutaria sulla prelazione, tali da consentire i trasferimenti azionari senza che la prelazione trovi applicazione qualora detti trasferimenti ottengano il consenso unanime dei soci.

## 2. Indicazione della natura dell'Operazione.

L'Operazione si qualifica nel suo complesso come "operazione con parti correlate di maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento OPC, come successivamente modificato, e dell'articolo 6 della Procedura OPC adottata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM in data 26 novembre 2010, come successivamente modificata.

## 3. Considerazioni sull'interesse della Società e sulla convenienza e correttezza sostanziale e procedimentale delle relative condizioni.

### 3.1. Interesse della Società ad effettuare l'Operazione

Sulla base delle motivazioni di natura industriale e strategica sottese all'Operazione – evidenziate in precedenza, e illustrate al Comitato dal *management* della Società di volta in volta invitato a partecipare alle riunioni del Comitato medesimo – si ritiene che l'Aumento di Capitale persegua e soddisfi l'interesse sociale di ASTM, che, per effetto del conferimento, amplierebbe il proprio portafoglio di attività assumendo la partecipazione di controllo in Itinera e rafforzando il proprio posizionamento strategico e le proprie opportunità di *business*, come già evidenziato.

### 3.2. Convenienza e corretta sostanziale e procedimentale dell'Operazione

A ciò si aggiunga che le condizioni economiche, finanziarie e legali dell'Aumento di Capitale – comprensive dei termini e delle condizioni contenuti nell'Accordo di Investimento e nell'Accordo Ancillare – ad avviso del Comitato soddisfano nel complesso i requisiti della convenienza e correttezza sostanziale dell'Operazione richiesti dalla disciplina applicabile, come attestato, *inter alia*, dalle conclusioni a cui perviene il parere rilasciato dal Prof. Frova, dalle valutazioni positive espresse da Nomura e come altresì dimostrato dall'avvenuta negoziazione, a termini e condizioni di mercato, dell'Accordo di Investimento con cui ASTM ha ottenuto dalle Conferenti dichiarazioni e garanzie usuali in un contesto di mercato.

Il Comitato, in particolare, ha effettuato le seguenti attività:

- esame della bozza di bilancio di Itinera 31 dicembre 2015, del portafoglio ordini e dell'andamento prospettico sia in Italia che all'estero della stessa;

- esame del *business plan* e della valutazione di Itinera, senza tener conto delle commesse acquisibili in Brasile a seguito del perfezionando accordo di investimento con il Gruppo Almeida;
- esame delle metodologie di valutazione di società operanti nel medesimo settore di Itinera (DCF, multipli di mercato, prezzi relativi a transazioni di compravendita - "*comparables*" );
- esame delle dichiarazioni e garanzie che verranno rilasciate da Argo e Codelfa, relativamente al bilancio di Itinera, alle partecipazioni e ai crediti esposti in tale bilancio, alle passività potenziali di qualsiasi natura, comprese quelle fiscali, così come disciplinate nell'Accordo di Investimento;
- verifica della posizione finanziaria netta ed accertamento della sostanziale scarsa rilevanza degli anticipi su commessa;
- esame delle opere realizzate nel tempo da Itinera e conseguente valutazione delle potenzialità aziendali per fronteggiare lo sviluppo di grandi commesse infrastrutturali;
- analisi sia specifiche che di scenario fornite in contraddittorio con Nomura e con il Prof. Frova relative ad Itinera;
- richiesta di supporto ai consulenti per procedere alla valutazione delle emittende azioni ASTM, effettuando con il loro supporto, in particolare di Nomura, un approfondito esame del valore di ASTM e soprattutto dei criteri da adottare per giungere alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni da emettere al servizio della operazione di Conferimento oggetto di esame.

A questo riguardo, il Comitato ha richiesto ed esaminato diverse ed approfondite analisi in merito alle valutazioni di Itinera e di ASTM e con particolare riferimento ad ASTM, sul valore delle azioni avendo riguardo al patrimonio netto della Società, al Net Asset Value ("**NAV**"), all'andamento delle quotazioni di Borsa, sia attuali che storiche e all'*holding discount* storicamente manifestato dal titolo ASTM.

Ai fini della determinazione del valore economico di Itinera, è stato proposto, quale metodo principale, il metodo finanziario nella versione *discounted cash flow* ("**DCF**") e, quali metodi di controllo, quelli dei Multipli di Borsa e dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Con riferimento ad ASTM, è stato proposto, quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* (“**DDM**”) e, quali metodi di controllo, il *Net Asset Value* (“**NAV**”) rettificato per tenere conto della natura di *holding* finanziaria di ASTM (*holding discount*) e l’andamento delle quotazioni del titolo ASTM (medie a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi).

I valori presi in esame nell’esercizio della valutazione sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tener conto del verificarsi di accadimenti straordinari. Le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolatorie conosciute alla data di effettuazione delle stesse.

Pertanto, in applicazione delle metodologie sopra richiamate e in base ai risultati delle analisi valutative e alla negoziazione tra le parti, è stata proposta dagli *advisors*:

- una valutazione per il 100% dell’*equity* di Itinera di Euro 240 milioni, valore che si colloca sull’estremo inferiore degli intervalli valutativi risultanti dall’applicazione della metodologia DCF (Euro 236-297 milioni) e dei “multipli rettificati” (Euro 241-273 milioni);
- un prezzo di emissione delle nuove azioni ASTM pari ad Euro 11,64 per azione (“**Valore di Emissione**”), in considerazione degli intervalli valutativi risultanti dall’applicazione della metodologia principale DDM (Euro 10,53-12,79 per azione) e dall’applicazione della metodologia di controllo rappresentata dal NAV aggiustato per tenere dell’*holding discount* (Euro 11,48-12,45 per azione).

In base al suddetto Valore di Emissione, il numero di nuove azioni ASTM da emettere nel contesto dell’Operazione è stato proposto in numero 10.998.600 nuove azioni ordinarie corrispondenti a circa il 13,3% dell’attuale numero di azioni in circolazione al netto delle 5.227.950 azioni proprie detenute da ASTM alla data odierna (di cui 21.500 azioni detenute indirettamente tramite la controllata ATIVA S.p.A.). Ciò comporterebbe una diluizione degli azionisti terzi, *post* aumento di capitale, pari a circa il 5%.

Il ventaglio dei valori per azione che si è presentato è apparso piuttosto ampio; ne è derivata l’esigenza di effettuare delle valutazioni approfondite sui valori emersi e sul prezzo di emissione delle nuove azioni ASTM avendo riguardo, fra l’altro, al patrimonio netto della Società, al NAV per azione e all’andamento delle quotazioni di Borsa, sia attuali che storiche.

Premesso che ASTM è una *holding* a cui il mercato applica uno sconto strutturale, il Comitato ha condiviso l’applicazione di un criterio che tenesse in considerazione tale



sconto, effettuando una verifica dei criteri presentati da Nomura e non ritenendo correttamente applicabile una valutazione del prezzo di emissione delle nuove azioni che non considerasse il richiamato “*holding discount*”.

In particolare, il Comitato ha condiviso il ricorso, come metodo principale, al *Dividend Discount Model* (DDM) e come metodo di controllo al NAV aggiustato per l’*holding discount*, metodologie che tengono in debita considerazione la natura di holding di partecipazioni di ASTM ed il “*time lag*” strutturale per la risalita dei flussi di cassa derivanti dalla distribuzione dei dividendi da parte delle controllate della filiera, fino alla capogruppo ASTM.

I metodi valutativi proposti, le analisi sull’*holding discount* condotte sia con riferimento ad ASTM, sia con riferimento ad un paniere di società quotate al MTA con caratteristiche simili ad ASTM e le conclusioni conseguenti sono stati ritenuti convincenti dal Comitato, anche in considerazione del possibile maggior effetto diluitivo degli azionisti terzi nel caso in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento fossero state acquisite per contanti con contestuale aumento del capitale sociale ASTM in opzione da liberare in denaro che, presumibilmente, avrebbe condotto all’emissione di nuove azioni ASTM sulla base di prezzi determinati applicando gli usuali sconti sul prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione.

Si evidenzia, inoltre, che, come evidenziato dai consulenti e riportato nella tabella che segue, il prezzo di emissione proposto (Euro 11,64 per ogni azione di nuova emissione avente godimento 1° gennaio 2016) risulta superiore ai corrispondenti valori di mercato medi ponderati per i volumi scambiati per il titolo ASTM a 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi registrati alla data dell’11 marzo 2016 e, in particolare, è superiore alla quotazione media a 12 mesi che risulta la più elevata all’interno di tutti i sopra citati intervalli temporali.

<b>Prezzi medi alla data 11 marzo 2016</b>	<b>Prezzo medio ponderato per volumi</b>	<b>Premio Prezzo di Emissione <i>cum-dividend</i> (Euro 11,89) su prezzo medio</b>
Media 1 mese	Euro 9,95	19,5%
Media 3 mesi	Euro 10,26	15,9%
Media 6 mesi	Euro 10,94	8,6%
Media 12 mesi	Euro 11,76	1,1%
Media 24 mesi	Euro 11,55	3,0%
Media 36 mesi	Euro 11,01	8,0%



In relazione ai valori indicati in tabella si segnala che:

- i sopra evidenziati prezzi medi ponderati per volumi includono il dividendo di Euro 0,25 per azione relativo alla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile;
- i valori per azione ASTM ottenuti attraverso le metodologie DDM e NAV aggiustato, e conseguentemente il prezzo di emissione proposto, non sono comparabili con le medie sopra riportate in quanto ottenuti in ottica "*ex-dividend*" (le nuove azioni emesse nel contesto dell'Aumento di Capitale non godranno infatti dell'incasso del suddetto dividendo);
- al fine di rendere comparabili le sopra evidenziate medie con il prezzo di emissione proposto (Euro 11,64), quest'ultimo valore va considerato in versione "*cum-dividend*", ossia includendo l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25.

In ragione di quanto precede, la determinazione del Valore di Emissione in Euro 11,64 appare coerente con le condizioni che si presentano in concreto nella fattispecie in esame. Tale opinione è stata espressa sia dai consulenti del Consiglio di Amministrazione di ASTM sia da questo Comitato (supportato al riguardo dal proprio Advisor), che ha ritenuto, in definitiva, di esprimere al riguardo un parere positivo sull'Operazione nel suo complesso nonché sulle sue articolazioni contrattuali e di impatto sul mercato.

Nel caso di specie, si aggiunge che il Comitato:

- ha ottenuto ampio supporto ricevendo le informazioni necessarie per potere svolgere il proprio compito e le risultanze delle elaborazioni richieste; e
- riscontra altresì una correttezza procedimentale dei passaggi e degli atti propedeutici all'Operazione in esame, essendo stato messo in condizione di svolgere le proprie funzioni con il dovuto anticipo e i necessari poteri, richiedendo ove necessario alcune integrazioni che sono state recepite nella stesura contrattuale.

#### **4. Conclusioni.**

Questo Comitato:

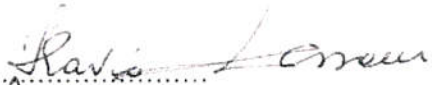
- preso atto delle informazioni e della documentazione ricevute dalle strutture preposte della Società;

- preso atto delle condizioni e dei termini dell'Operazione, così come sopra illustrata;
- preso atto del parere positivo rilasciato dall'Advisor Prof. Frova e dell'articolato supporto fornito dal consulente designato dal Consiglio di Amministrazione, Nomura;
- ritenendo nell'interesse sociale addivenire all'Operazione;
- in conformità alle previsioni di cui all'articolo 6 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate della Società;

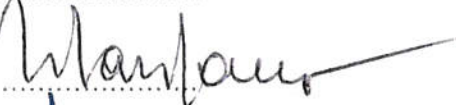
rilascia il proprio parere favorevole sull'interesse di ASTM a deliberare la proposta di Aumento di Capitale – e quindi alla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento con Argo e Codelfa, nonché alla proposta di sottoscrizione dell'Accordo Ancillare con Argo, SIAS e SATAP, e quindi all'Operazione nel suo complesso –, nonché sulla opportunità e correttezza sostanziale delle relative condizioni e termini ed altresì sulla correttezza della procedura istruttoria e deliberativa seguita, non ritenendo di sollevare obiezioni in merito all'Operazione prospettata nel complessivo quadro di convenienza per ASTM.

Tortona, 14 marzo 2016

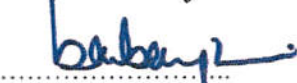
Prof. Flavio Dezzani .....



Ing. Giuseppe Garofano .....



Ing. Barbara Poggiali .....



Allegato A: Parere del Prof. Sandro Frova.

Allegato B

Parere dell' Advisor del Comitato (Prof. Frova)

PROF. SANDRO FROVA

ORDINARIO DI FINANZA AZIENDALE

UNIVERSITÀ L. BOCCONI - MILANO

**Argo Finanziaria SpA e Codelfa SpA: conferimento di Itinera Spa  
in ASTM SpA (operazione con parti correlate)**

**Parere in merito all'equo rapporto di concambio fra  
azioni Itinera SpA ed ASTM SpA**

Milano, 14 marzo 2016

## 1) L'incarico

Il Comitato Controllo e Rischi di ASTM SpA mi ha richiesto assistenza – ipotesi prevista nel Regolamento Consob relativo alle operazioni con parti correlate - nella prospettata operazione che vede Argo Finanziaria SpA e Codelfa SpA sottoscrivere un aumento di capitale riservato di ASTM SpA conferendo le proprie quote di Itinera SpA.

In questo contesto la mia assistenza professionale è volta a fornire al Comitato – così come da lettera di incarico del 24 febbraio 2016 - un parere in merito all'equo rapporto di concambio alla data odierna fra azioni delle due Società, parere che potrà fungere da supporto al Comitato Controllo e Rischi nello svolgimento delle proprie funzioni valutative ai fini dell'operazione; resta inteso che la responsabilità circa le conclusioni sull'equità di tale rapporto di concambio rimane del Comitato stesso.

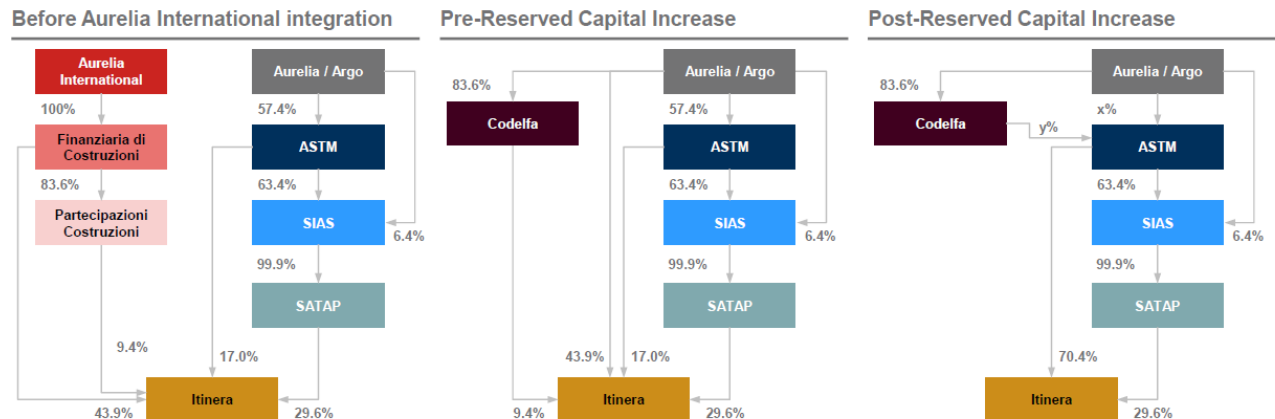
L'incarico ha natura volontaria ed è stato svolto facendo riferimento alle informazioni ed alle valutazioni messe a disposizione dalla Società e dall'Advisor dell'operazione, Nomura International plc (“Nomura”); nello svolgimento dell'incarico ed ai fini dell'attività di *reperforming* dell'esercizio di valutazione con il metodo DCF svolto da Nomura, ci si è avvalsi del supporto fornito dalla società di consulenza PWC Advisory, all'uopo incaricata da ASTM SpA.

Le Società sono state esaminate e valutate nelle condizioni normali di funzionamento, peraltro tenendo conto della loro diversa natura: Itinera SpA è infatti una società operativa nel campo delle costruzioni, mentre ASTM SpA è una holding di controllo - quotata alla Borsa di Milano - il cui principale asset è costituito da SIAS SpA, holding di numerose società concessionarie del settore autostradale italiano.

L'operazione di cui sopra si colloca nell'ambito di un più ampio piano di riorganizzazione societaria del “Gruppo Aurelia/Argo”, che alla data odierna detiene direttamente il 57,4% di ASTM SpA (al netto delle azioni proprie), società quotata alla Borsa di Milano. Tale piano ha una rilevante valenza strategica, in quanto permetterà ad ASTM SpA di crescere nel settore delle costruzioni. Una strategia annunciata da qualche tempo, che ora – attraverso la prospettata integrazione di Itinera SpA – dovrebbe mettere ASTM SpA nella condizioni di competere sul mercato estero delle concessioni.

Il seguente schema 1 rappresenta la struttura dell'operazione, a conclusione della quale ASTM SpA controllerà Itinera SpA direttamente per il 70,4% ed indirettamente –via SIAS SpA - per il restante 29,6%.

## Schema 1 – Transaction Overview



Note: Aurelia / Argo stake in ASTM pre-contribution net of 5,227,950 ASTM treasury shares as of 22 February 2016.

1

## 2) Il concambio

### 2.1 Premessa

Come indicato in precedenza, il parere si focalizza sull'equo rapporto di concambio fra azioni delle due Società, e potrà fungere da supporto al Comitato Controllo e Rischi nello svolgimento delle proprie funzioni valutative ai fini dell'operazione.

In termini di "tecniche" di valutazione il punto nodale da risolvere è rappresentato dal fatto che ASTM SpA è una holding pura ed è quotata, mentre Itinera SpA è una società operativa e non è quotata; e questo è un aspetto che potrebbe confliggere con l'esigenza di confrontare, ai fini della definizione di un equo rapporto di concambio, valori che riflettano la stessa logica economica.

Per ASTM SpA il punto centrale è dato dalla identificazione di un prezzo di Borsa/capitalizzazione "sganciato" dalla dinamica di breve termine dei mercati finanziari e rappresentativo di un'equa valutazione del capitale azionario.

Alternativamente il valore dell'equity di ASTM SpA può essere individuato – così come fatto da Nomura - applicando il DDM/Dividend Discount Model; si tratta di una metodologia che può essere applicata nel caso specifico di una holding pura (quale è ASTM SpA), tanto più ove si consideri che il business principale delle sue controllate è dato dalla gestione di concessioni autostradali.

Nella valutazione di Itinera SpA, invece, si è considerato che per una società operativa il valore dell'equity dovrà necessariamente riflettere la capacità di generazione futura di flussi di cassa/redditi; e dunque gli elementi essenziali saranno rappresentati dalla credibilità/prudenza del business plan e dalla individuazione dei corretti parametri che, nella valutazione del suo valore economico, esprimono adeguatamente il fattore rischio.

Per quanto sopra, lo scenario di valutazione del concambio vede dunque considerati:

a) da un lato il valore dell'equity di Itinera SpA calcolato con la medesima metodologia DCF adottata dai valutatori;

e dall'altro, alternativamente:

b1) il valore di ASTM SpA calcolato come media degli ultimi sei mesi di quotazione. A chi scrive pare che la media dei sei mesi sia preferibile a medie calcolate su periodi inferiori, in quanto gli ultimi mesi sono stati particolarmente penalizzanti sulle quotazioni non tanto in base alle prospettive delle imprese quanto per fattori di incertezza del contesto globale;

*oppure:*

b2) il valore di ASTM SpA concordato fra le parti ed individuato all'interno dell'intervallo risultante dall'applicazione del DDM – Dividend Discount Model.

## **2.2 Il valore dell'equity delle due società**

### *2.2.1 Il valore dell'equity di Itinera SpA calcolato con la metodologia DCF*

Il business plan di Itinera SpA rappresenta, a parere degli amministratori e del management della stessa Itinera SpA, uno scenario prudente delle prospettive della società. Esso, infatti, considera da un lato il ridimensionamento del mercato italiano, dall'altro una cauta espansione dei progetti esteri.

La valutazione con il metodo DCF svolta da Nomura perviene ad un valore dell'equity pari a 263 milioni di euro. Essa riflette un premio per il rischio di realizzazione del business plan ed un size premium derivante dalla minore dimensione di Itinera rispetto ai competitors quotati presi a riferimento per la stima dei tassi di sconto, ed un EBITDA margin sostenibile di lungo periodo da adottare nel calcolo del terminal value.. Una sensitivity analysis condotta sul premio per il rischio applicato e sull'EBITDA margin utilizzato per il calcolo del TV, conduce ad una forchetta di valori dell'equity di Itinera SpA compresi fra 236 e 297 milioni di euro.

L'analisi "reperforming" da noi attuata con il supporto di PWC Advisory, in cui sono stati adottati parametri parzialmente diversi (un EBITDA margin normalizzato lievemente inferiore ed un WACC del 9,6%, ovvero la media dei due scenari WACC identificati da Nomura) conduce ad un valore dell'equity di Itinera SpA di 240,2 milioni di euro.

Ai fini dell'operazione oggetto del presente parere, a chi scrive pare corretto adottare un valore dell'equity di Itinera SpA pari a 240 milioni di euro, che si posiziona dunque nella parte bassa della forchetta individuata da Nomura.

### *2.2.2 Il valore dell'equity di ASTM SpA desumibile dai corsi di borsa*

La dinamica del prezzo di borsa di ASTM SpA riflette, ovviamente, l'evoluzione dello scenario dei mercati mobiliari internazionali e nazionali. Il titolo, inoltre, paga un significativo sconto (rispetto al valore di mercato delle sue attività) connesso sia alle caratteristiche della società (si

tratta di una holding di controllo) che alla sua governance; si tratta di uno sconto che storicamente caratterizza il titolo ASTM, che quindi si potrebbe definire in qualche modo “normale”.

Il valore medio delle quotazioni degli ultimi sei mesi è pari a 10,94 euro circa, superiore alle quotazione di fine febbraio-inizi marzo 2016 pari a circa 10 euro. Si osserva che l'utilizzo della media degli ultimi sei mesi rappresenta un procedimento ampiamente condiviso e da ritenersi metodologicamente assai preferibile rispetto a valori puntuali che, in un senso o nell'altro, troppo dipendono dalla volatilità dei mercati.

Si sottolinea che le recenti quotazioni sono trainate dalla estrema volatilità dei mercati finanziari in questa prima parte del 2016; tanto che i target price calcolati nello stesso periodo (gennaio e febbraio 2016) da due soggetti primari danno una valutazione prospettica minima di 13,20 euro (Mediobanca, febbraio 2016), che aggiustati per tener conto della prevista distribuzione di un dividendo 2015 pari a 0,25 euro divengono 12,95 euro.

In sintesi, ai fini del concambio è opinione di chi scrive che un prezzo di riferimento dell'azione di ASTM SpA pari al valore medio del titolo negli ultimi sei mesi, ovvero 10,94 euro, potrebbe costituire un possibile ed adeguato valore economico dell'equity della società stessa.

### *2.2.3 Il valore dell'equity di ASTM SpA desumibile dall'applicazione del DDM svolta da Nomura*

Il DDM – Dividend Discount Model costituisce un modello teorico della finanza aziendale volto a dimostrare che il valore dell'equity di un'impresa corrisponde al valore attualizzato di tutti i flussi di dividendi che l'impresa stessa distribuirà in futuro. Poiché la distribuzione di dividendi implica la previa generazione di flussi di cassa positivi, il modello in questione può per certi versi essere assimilato al modello DCF.

Come visto in precedenza, il Dividend Discount Model può essere impiegato nel caso delle holding pure, così come delle imprese che operano nei settori dei servizi in concessione, quali sono appunto in larga misura le società controllate da ASTM SpA (che è, giova ricordarlo, una holding pura). Si può infatti ragionevolmente ritenere che i flussi futuri siano sostanzialmente stabili, e che quindi la distribuzione di dividendi possa essere “costante”, così come si può ritenere che il DDM possa ben riflettere eventuali effetti legati alla gestione del controllo a cascata delle partecipazioni.

La simulazione svolta da Nomura sul DDM applicato ad ASTM ha condotto ad individuare un valore per azione pari a 11,64 euro.

### *2.2.4 Sintesi delle valutazioni di ASTM SpA*

Le due valutazioni dell'equity di ASTM SpA sopra indicate portano rispettivamente a prezzi/valori pari a 10,94 e 11,64 euro. Chi scrive osserva che si tratta di un intervallo molto contenuto (lo scostamento rispetto alla media è infatti pari al 3,2%, un valore estremamente confortante), e che quindi questo intervallo esprime valori di ASTM SpA da ritenersi equi e corretti. Peraltro, nell'ipotesi di una efficienza dei mercati “semiforte” è ragionevole attendersi che vi sia convergenza fra i valori espressi dal mercato di borsa e quelli derivanti dall'applicazione del DDM .



### 2.3 Il rapporto di concambio

Dunque un “equo” rapporto di concambio dovrebbe essere calcolato in base ad una valutazione dell’equity di Itinera SpA prudentemente individuata in 240 milioni di euro, ed in una valutazione dell’equity di ASTM SpA che, come in precedenza descritto, pare metodologicamente corretto individuare nella media degli ultimi sei mesi dei corsi di borsa, ovvero 10,94 euro per azione e/o nel valore derivante dall’applicazione del DDM, ovvero 11,64 euro per azione.

*Nella prima ipotesi (valore dell’equity di ASTM SpA pari a 10,94 euro per azione) il concambio determinerebbe l’emissione di nuove azioni ASTM SpA pari al 14,1% circa dell’esistente, al netto delle azioni proprie.*

*Nella seconda ipotesi (valore dell’equity di ASTM SpA pari a 11,64 euro per azione) il concambio determinerebbe l’emissione di nuove azioni ASTM SpA pari al 13,3% circa dell’esistente, al netto delle azioni proprie.*

Si può osservare che il valore economico di Itinera SpA (prudente) sopra indicato è molto simile al valore del suo patrimonio netto al 31.12.2015 rettificato per tener conto della cassa I trimestre 2016, nonché dei claims ragionevolmente e prudentemente incassabili.

In termini di coerenza della logica economica delle valutazioni, la “tenuta” è garantita dal fatto che i valori utilizzati per determinare il concambio sono valori “di mercato” (mercato di borsa e/o DDM per ASTM SpA, valore di mercato prospettico via business plan per Itinera SpA) e temporalmente coerenti.

I valori impiegati paiono equi (oltre che “prudenti”):

- a) per ASTM SpA i prezzi di borsa degli ultimi sei mesi appaiono metodologicamente corretti oltre che equi nell’ottica della tutela delle minoranze, pur se ovviamente superiori ai prezzi puntuali di questi giorni; così come il prezzo derivante dall’applicazione del DDM – Dividend Discount Model è metodologicamente utilizzabile stante la tipologia delle attività svolte dalle società controllate da ASTM SpA stessa;
- b) e per Itinera SpA si adotta un business plan piuttosto conservativo e disancorato, nella logica stand alone, dalle possibili ricadute positive degli accordi di investimento recentemente stipulati da ASTM SpA con CR Almeida SA ed aventi ad oggetto progetti di investimento in Brasile.

Si aggiunga infine che il sopra indicato valore “di mercato” di Itinera SpA non si discosta dal valore del patrimonio netto rettificato, a conferma della doverosa prudenza impiegata nella individuazione delle ipotesi di piano e dei parametri della valutazione.

Come risulta dalla analisi svolta da Nomura, se invece di utilizzare la valutazione di Itinera SpA con la metodologia “DCF” si impiegassero multipli di mercato (dei quali occorre peraltro ricordare la scarsa “base economica”), si giungerebbe a valori di Itinera SpA più elevati: un dato che conforta le minoranze.

### 3) Conclusioni in merito all'equo rapporto di concambio

Nell'ottica dell'equità e della correttezza metodologica che deve improntare queste operazioni, tanto più in situazioni caratterizzate da un chiaro controllo maggioritario sulle due entità societarie oggetto della prospettata operazione di concambio fra parti correlate, risulta preferibile adottare il valore dell'equity di Itinera SpA "inferiore", ovvero quello di 240 milioni di euro. Ove i risultati futuri di Itinera SpA risultassero migliori di quelli prospettati nel business plan adottato nella valutazione DCF, gli azionisti di minoranza sarebbero per definizione i primi beneficiari.

Anche per quanto riguarda ASTM SpA considerazioni di equità e correttezza metodologica consigliano di adottare una valutazione superiore agli attuali corsi borsa, notoriamente depressi in questa fase di estrema volatilità e incertezza. Il riferimento a valori superiori a quelli correnti di borsa appare tutelare i diritti delle minoranze, in quanto allontana il rischio di una eventuale operazione condotta a fini puramente opportunistici.

Come visto, per ASTM SpA il prezzo medio di borsa degli ultimi sei mesi è pari a 10,94 euro, cui corrisponderebbe una emissione di nuove azioni pari al 14,1% dell'esistente (al netto delle azioni proprie).

Analogamente, la capitalizzazione/prezzo del titolo derivante dall'applicazione del DDM porterebbe ad un valore del titolo pari a 11,64 euro, cui corrisponderebbe una emissione di nuove azioni pari al 13,3% dell'esistente (al netto delle azioni proprie).

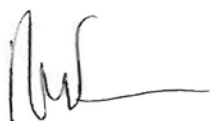
Le due valutazioni alternative di ASTM SpA portano quindi a valori estremamente vicini. E' mia opinione che sia equo adottare per ASTM SpA il valore medio (11,29 euro) fra quelli appena indicati, un valore che supera del 14% circa gli attuali corsi di borsa; inoltre tale scelta mi parrebbe anche corretta nell'ottica della tutela delle minoranze, per le quali il valore inferiore (10,94 euro) - in effetti solo marginalmente inferiore - comporterebbe un effetto di diluizione lievissimamente più marcato. Ovviamente, ove fosse scelto il valore di 11,64 euro per azione la diluizione delle minoranze sarebbe -pur se di poco- inferiore.

In sintesi, adottando un concambio basato sui valori di ASTM SpA pari a 11,29 euro per azione e di Euro 128 milioni delle partecipazioni oggetto di conferimento (corrispondente ad una valutazione dell'intero capitale di Itinera SpA pari a 240 milioni di euro), si dovrebbero emettere nuove azioni nella misura del 13,7%, con una diluizione delle minoranze di ASTM SpA pari al 5,13% (da 42,58% a 37,448%, post aumento ed al netto delle azioni proprie).

Qualsiasi valore di Itinera SpA superiore e/o di ASTM SpA inferiore comporterebbe una diluizione più elevata; per converso, valori di Itinera SpA inferiori e/o di ASTM SpA superiori determinerebbero una diluizione inferiore.

Milano, 14 marzo 2016

*Prof. Sandro Frova*



Allegato C

Fairness Opinion di Nomura

**Nomura International plc – Italian Branch**

Piazza del Carmine, 4 - 20121 Milano - Tel. 02 76461 - Telefax 02 76464696  
C.C.I.A.A. MI 1949750 - Partita IVA 07306420964

ASTM S.p.A.  
Corso Regina Margherita, 165  
Torino, 10144  
Italy

For the attention of the board of directors of ASTM S.p.A.

14 March 2016

Dear Sirs,

Nomura International plc, Italian Branch ("Nomura"), as part of its investment banking business, is regularly engaged in the valuation of businesses and their securities in connection with mergers and acquisitions, initial and secondary underwritings, private placements and valuations for corporate and other purposes.

You have requested our opinion as to the fairness from a financial point of view of the consideration to be paid by ASTM S.p.A. (the "Company"), corresponding to 10,998,600 ordinary shares of the Company (the "Consideration") that shall be exchanged for a 53.3% shareholding in Itinera S.p.A ("Itinera") through a reserved capital increase of the Company by Argo Finanziaria S.p.A. and Codelfa S.p.A., two companies controlled by the Gavio family (the "Transaction"). In connection with this opinion, we have reviewed the following documents and information obtained from publicly available sources or provided to us:

1. a draft sale and purchase agreement between, amongst others, the Company and Argo Finanziaria S.p.A. and Codelfa S.p.A. dated 10 March 2016 (the "Agreement");
2. Itinera's audited accounts for the year ended 31 December 2014 as well as for the first six months of 2015;
3. Itinera's draft financial statements for the year ended 31 December 2015 approved by Itinera's board of directors on 7 March 2016;
4. certain internal financial statements and other financial and operating data concerning Itinera prepared by its management;
5. the value of Itinera's projects under contract ("backlog") as at 31 December 2015;
6. financial forecasts and projections and certain operating data with respect to the future business prospects of Itinera prepared by the Company's management;
7. the financial and operating performance of Itinera compared to publicly available information relating to certain other comparable publicly traded companies and their securities (in each case as we deemed relevant);
8. the financial terms, to the extent publicly available, of certain comparable transactions (deemed by us to be relevant);
9. the results of discussions amongst representatives of Itinera and the Company (including discussions with members of the senior management of the Company regarding the strategic rationale for and other benefits of the Transaction and the past and current business operations, financial condition and future prospects of Itinera);
10. certain historical information provided by Itinera on the amounts actually cashed-in by the company in connection with past active claims;

11. the reported prices and trading activity of the Company's listed equity securities and its target price published by Mediobanca, Equita SIM, and Kepler equity research analysts from the period of January to February 2016; and
12. the current and historical net asset value per share of the Company and its comparisons with the respective reported prices for the Company's listed equity securities from the period of 9 February 2016 to 8 March 2016,

and we have performed such other studies and analyses and considered such other factors as we have deemed appropriate in this context.

We have relied upon, without independent verification, the accuracy and completeness of all of the financial, accounting, tax and other information, reports and documents reviewed by us or conveyed to us in connection with this opinion (however obtained by or provided to us and including any information provided to us in discussions with members of the senior management of the Company) and we have assumed such accuracy and completeness for the purposes of rendering this opinion. We have had discussions with the Company's management concerning the business, operations, assets, financial condition and prospects and undertook such other studies, analyses and investigations as it deemed appropriate. In particular, we have reviewed Itinera's and the Company's business plan and have agreed with the Company's management that we may assume that the information, forecasts and projections contained therein have been reasonably prepared on a basis reflecting the best estimates and judgments of management as to the financial performance of Itinera at the time it was produced. In particular, we have not made an independent evaluation or appraisal of the assets and liabilities (including derivatives, off-balance sheet assets and liabilities and other contingent liabilities) of Itinera or the Company or any of their respective subsidiaries and have not been furnished with any such evaluation or appraisal. We have assumed that all of the respective balance sheets, profit and loss statements, financial and other estimates, profit and cash flow forecasts, including future capital expenditure projections, and all other information, estimates and projections that were provided to us or discussed with us, have been prepared reasonably and on a basis reflecting the best currently available information, estimates and judgments of the management of the Company as to the expected future results of operations and financial condition of the Company and Itinera or such other entity to which such analyses or forecasts relate and that such analyses or forecasts will be realised in the amounts and at the times contemplated thereby. We have not independently verified them. We have also assumed that the Transaction will be accounted for under generally accepted accounting principles and that all necessary regulatory approvals and third party consents for the Transaction will be obtained as required.

We are financial advisers only and therefore have relied upon, without independent verification, the assessment of the Company and its legal, tax, regulatory or accounting advisers with respect to such matters. In addition, we have assumed that the Transaction will be consummated in accordance with the terms set forth in the Agreement without any waiver, amendment or delay of any terms or conditions. We have assumed that in connection with the receipt of all the necessary governmental, regulatory or other approvals and consents required for the proposed Transaction, no delays, limitations, conditions or restrictions will be imposed that would have an adverse effect on the contemplated benefits expected to be derived in the proposed Transaction.

We have not provided, obtained or reviewed any specialist advice, including but not limited to, legal, accounting, actuarial, environmental, information technology or tax advice, and accordingly our opinion does not take into account the possible implications of any such specialist advice. In addition we have not reviewed or analysed, and shall not be reviewing or analysing in arriving at our opinion, the legal or regulatory requirements in connection with the consummation of the proposed Transaction.

We have relied on the statements of the Company's management as to outlook for the businesses of both Itinera and the Company and their markets. In addition, we have assumed, with your consent, that the Agreement is on arm's length terms and properly reflects the terms and conditions on which the Consideration is to be contributed as part of the Transaction.

Our opinion is necessarily based on financial, economic, market, regulatory and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date of this letter and we express no opinion as to whether any such conditions will continue to prevail, or to what effect, if any, a change in such conditions would have on the opinions expressed herein. Events occurring after the date hereof may affect this opinion and the assumptions used in preparing it, and we do not assume any obligation to update,

revise or reaffirm this opinion. Further, we point out explicitly that the financial value of the Consideration agreed between the parties to the Transaction when entering into the Agreement may materially differ from that prevailing at the time of completion of the Transaction.

We are acting as financial adviser to the board of directors of the Company in connection with this Transaction and will receive a fee for our services (including a fee for rendering our opinion in this letter a portion of which is conditional upon the conclusion of the Transaction). In addition, the Company has agreed to reimburse our expenses and indemnify us against certain liabilities arising out of our engagement. In the past, Nomura and its affiliates have provided financial advisory and financing services for the Company and have received fees for the rendering of these services.

In the ordinary course of our trading, brokerage, investment management and financing activities, Nomura or its affiliates may at any time hold long or short positions, and may trade or otherwise effect transactions, for our own account or the accounts of customers or Nomura affiliates, in debt or equity securities or senior loans of the Company or any other company or any currency or commodity that may be involved in the Transaction.

This opinion is addressed to, and is solely for the use and benefit of, the board of directors of the Company in connection with its consideration of the Transaction and shall not be disclosed publicly or made available to, or relied upon by or create any obligations towards, any third party without our prior written approval except that a copy of this opinion may be included in its entirety in any filing the Company is required to make with Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) and Borsa Italiana in connection with the Transaction if such inclusion is required by applicable law.

In particular we have not been requested to opine as to, and this opinion does not in any manner address, the underlying business decision of the Company or the Company's shareholders to proceed with or effect the Transaction or any other transaction, business strategy or other matter. This opinion does not constitute a recommendation to the board of directors of the Company to enter into the Transaction.

Based upon and subject to the foregoing, and based upon such other matters as we consider relevant, it is our opinion that as at the date of this letter the value of the Consideration to be contributed by the Company in connection with the Transaction is fair from a financial point of view to the Company.

Yours faithfully,



For and on behalf of  
**Nomura International plc, Italian Branch**