

**Notaio Pietro BOERO**

via Gropello, 11 - 10138 TORINO  
Tel. 011.43.43.876 / 011.43.42.901  
Fax 011.44.73.731 - E-Mail: pboero@notariato.it  
Cod. Fisc. BRO PTR 54P23 A479K  
Partita IVA 02775030014

REPERTORIO N. 169637

RACCOLTA N. 10964

VERBALE DI ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI

DELLA "ASTM S.p.A." soggetta all'attività di direzione e coordina-  
mento di ARGO FINANZIARIA S.p.A. con unico azionista

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilasedici.

Il giorno dieci del mese di maggio

(10/05/2016)

alle ore diciotto e minuti cinque.

In Torino, in una sala posta al piano trentaduesimo dello stabile sito  
in corso Inghilterra n. 3.

Avanti me Pietro BOERO, notaio in Torino, iscritto presso il Collegio  
Notarile dei Distretti Riuniti di Torino e Pinerolo,

E' PRESENTE IL SIGNOR

- GROS-PIETRO Gian Maria, nato a Torino (TO) il 4 febbraio 1942,

domiciliato, per la carica, in Torino (TO), corso Regina Margherita n.

165, nella sua qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione

della società:

"ASTM S.p.A.", soggetta all'attività di direzione e coordinamento di  
ARGO FINANZIARIA S.p.A. con unico azionista, con sede in Torino

(TO), corso Regina Margherita n. 165, capitale sociale di euro

44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) interamente versato, suddivi-

so in numero 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni ordinarie prive di

valore nominale, codice fiscale e numero di iscrizione del Registro

delle Imprese di Torino 00488270018.



*[Handwritten signature]*

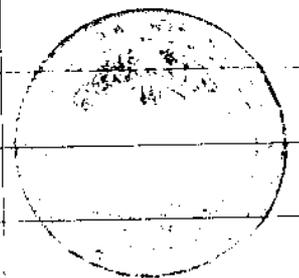
Detto comparente, della cui identità io notaio sono certo, mi chiede di far constare, per la parte straordinaria dell'assemblea della società riunitasi in Torino (TO), in una sala posta al piano seminterrato dello stabile sito in corso Regina Margherita n. 165 in data 28 (ventotto) aprile 2016 (duemilasedici), giusto l'avviso di cui infra, per discutere e deliberare sull'ordine del giorno pure infra riprodotto.

Aderendo a tale richiesta, dò atto che il resoconto dello svolgimento della predetta assemblea, per quanto concerne la parte straordinaria dell'ordine del giorno, è quello di seguito riportato, essendo la parte ordinaria oggetto di separata verbalizzazione.

Il prof. Gian Maria GROS-PIETRO, a norma dell'articolo 15 dello Statuto Sociale, mantiene la presidenza dell'assemblea, ed anzitutto alle ore dodici e quarantacinque minuti, dichiara aperta la seduta in sede straordinaria e, con il consenso degli intervenuti, incarica me notaio della redazione del verbale.

Il Presidente, quindi, comunica e dà atto che:

- l'assemblea è stata convocata in unica convocazione in Torino (TO), corso Regina Margherita n. 165 per il giorno 28 (ventotto) aprile 2016 (duemilasedici) alle ore undici mediante avviso pubblicato, in conformità alla normativa vigente e allo Statuto Sociale, in data 17 (diciassette) marzo 2016 (duemilasedici) sul sito internet della società [www.astm.it](http://www.astm.it) e presso la Borsa Italiana S.p.A. e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato; nei medesimi termini è stata pubblicata anche la versione in lingua inglese. La pubblicazione è inoltre avvenuta, per estratto, in data 18 (diciotto) marzo 2016 (duemilase-



*Handwritten signature*

dici) sul quotidiano "Il Sole 24 Ore", per discutere e deliberare sul seguente

## ORDINE DEL GIORNO

### Parte ordinaria

1. Bilancio di esercizio 2015, Relazione del Consiglio di Amministrazione sulla gestione: deliberazioni inerenti e conseguenti. Esame del Bilancio consolidato 2015.

2. Destinazione dell'utile di esercizio e distribuzione del dividendo.

3. Relazione sulla remunerazione, ai sensi dell'articolo 123-ter del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

4. Nomina del Consiglio di Amministrazione.

4.1 Determinazione del numero dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

4.2 Determinazione della durata dell'incarico del Consiglio di Amministrazione.

4.3 Nomina dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

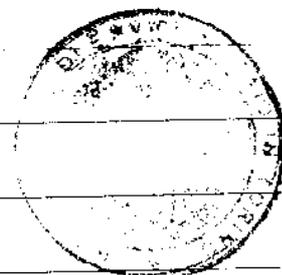
4.4 Nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione.

4.5 Determinazione del compenso dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

5. Richiesta di autorizzazione all'acquisto ed alla disposizione di azioni proprie.

### Parte straordinaria

1. Aumento del capitale sociale a pagamento per un importo complessivo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 128.023.704,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'ar-



*Handwritten signature*

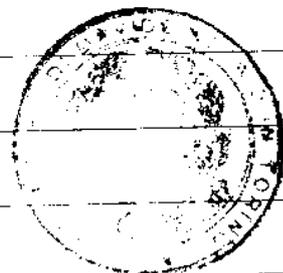
articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del codice civile, da eseguirsi mediante emissione di massime numero 10.998.600 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale e con godimento regolare, da liberarsi mediante il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e di Codelfa S.p.A. delle partecipazioni da esse detenute in Itinera S.p.A.; conseguente modificazione dell'art. 5 (Misura del Capitale) dello statuto sociale: deliberazioni inerenti e conseguenti.

Il Presidente innanzitutto richiama tutte le dichiarazioni rese in apertura dei lavori in sede ordinaria e qui riprodotti:

- l'avviso di convocazione, in conformità alla normativa vigente, è stato pubblicato - sia in italiano sia in lingua inglese - in data 17 (diciassette) marzo 2016 (duemilasedici) sul sito Internet della società [www.astm.it](http://www.astm.it), presso la Borsa Italiana S.p.A. e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato e che, in data 18 (diciotto) marzo 2016 (duemilasedici), è stato pubblicato, per estratto, sul quotidiano "Il Sole 24 Ore";

- la società detiene attualmente in portafoglio numero 5.312.650 (cinquemilionitrecentododicimilaseicentocinquanta) azioni proprie, pari al 6,037% (sei virgola zero trentasette per cento) del capitale sociale e la controllata "ATIVA S.p.A." possiede numero 21.500 (ventunmilacinquecento) azioni della società, pari allo 0,024% (zero virgola zeroventiquattro per cento) del capitale sociale, per le quali è sospeso il diritto di voto;

- per il Consiglio di Amministrazione sono presenti oltre al Presidente professor Gian Maria GROS-PIETRO, la dottoressa Daniela GA-



VIO, Vice Presidente, il geometra Marcello GAVIO, Vice Presidente, l'ingegnere Alberto RUBEGNI, Amministratore Delegato, la professoressa Stefania BARIATTI, il dottor Luigi BOMARSI, la dottoressa Caterina BIMA, il dottor Cesare FERRERO, l'ingegnere Giuseppe GAROFANO, il dottor Stefano VIVIANO e il dottor Luigi ROTH, mentre hanno giustificato la propria assenza il professor Flavio DEZ-ZANI, l'ingegnere Barbara POGGIALI e l'avvocato Marco WEIG-MANN;

- per il Collegio Sindacale sono presenti tutti i Sindaci Effettivi, professor Marco FAZZINI, Presidente, dottoressa Piera BRAJA e dottor Ernesto RAMOJNO.

Il Presidente prosegue con i lavori dando atto che:

- sono stati regolarmente espletati nei confronti della Consob, della Borsa Italiana S.p.A. e del pubblico gli adempimenti informativi e comunicativi previsti dalla vigente normativa;

- in seguito alle suddette comunicazioni non sono stati inviati alla società rilievi da parte della Consob;

- la documentazione prevista dalla normativa vigente è stata depositata presso la sede legale della società e presso Borsa Italiana S.p.A., sul sito internet della Società ([www.astm.it](http://www.astm.it)) e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato;

- a tutti gli intervenuti all'assemblea è stata consegnata, all'ingresso della sala, la documentazione relativa all'odierna adunanza;

- per la società di revisione "Deloitte & Touche S.p.A.", sono presenti il dottor Alessandro PUCCIONI e il dottor Roberto GAMALERO;



*Handwritten signature*

- il numero degli azionisti risultante dal Libro Soci è pari a 5.145 (cinquemilacentotrentacinque);

- è stata effettuata la verifica delle deleghe per la rappresentanza in assemblea ed esse risultano regolari ai sensi delle vigenti disposizioni; è stata inoltre effettuata la verifica dell'identità degli intervenuti e della loro legittimazione a partecipare ai lavori assembleari;

- ai sensi delle vigenti disposizioni, il giorno di pubblicazione dell'avviso di convocazione è stato inserito sul sito internet della società il modulo di delega per l'intervento in assemblea;

- non è pervenuta alla società alcuna richiesta di integrazione dell'ordine del giorno né è stata presentata alcuna proposta di deliberazione su materie già all'ordine del giorno, ai sensi dell'art. 126 bis del Decreto Legislativo n. 58/1998;

- non sono intervenute domande prima dell'assemblea, ai sensi dell'art 127 ter del Decreto Legislativo n. 58/1998, ad eccezione delle domande pervenute da parte dell'azionista Marco Geremia Carlo BAVA che, unitamente alle relative risposte, sono disponibili in copia e vengono allegati al presente verbale (Allegato "A");

- i soggetti che, ai sensi della normativa in vigore, partecipano, direttamente o indirettamente, in misura rilevante al capitale sociale sottoscritto rappresentato da azioni con diritto di voto, secondo le risultanze del Libro dei Soci, integrate dalle comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 120 del Decreto legislativo n. 58/1998 e da altre informazioni a disposizione, sono i seguenti:

1. GRUPPO AURELIA: n. 47.528.795 (quarantasettemilionicinque-



*Handwritten signature*

centoventottomilasettecentonovantacinque) azioni pari al 54,01%

(cinquantaquattro virgola zero uno per cento):

\* Aurelia S.r.l.: n. 549.363 (cinquecentoquarantanovemilatrecento-  
sessantatre) azioni pari allo 0,624% (zero virgola seicentoventiquat-  
tro per cento);

\* Argo Finanziaria S.p.A. unipersonale: n. 46.979.432 (quarantasei-  
milioninovecentosettantanovemilaquattrocentotrentadue) azioni pari  
al 53,386% (cinquantatre virgola trecentoottantasei per cento).

2. GRUPPO ASTM: n. 5.334.150 (cinquemilionitrecentotrentaquat-  
tromilacentocinquanta) azioni pari al 6,061% (sei virgola zero ses-  
santuno per cento):

\* Astm S.p.A.: n. 5.312.650 (cinquemilionitrecentododicimilaseicen-  
tocinquanta) azioni proprie pari al 6,037% (sei virgola zero trentaset-  
te per cento), per le quali è sospeso il diritto di voto;

\* Ativa S.p.A.: n. 21.500 (ventunmilacinquecento) azioni pari allo  
0,024% (zero virgola zeroventiquattro per cento), per le quali è so-  
speso il diritto di voto.

3. LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC: n. 4.303.825 (quattromi-  
lionitrecentotremilaottocentoventicinque) azioni pari al 4,891% (quat-  
tro virgola ottocentonovantuno per cento);

4. GRUPPO ASSICURAZIONI GENERALI: n. 2.952.969 (duemilio-  
ninovecentocinquantaduemilanovecentosessantataneve) azioni pari al  
3,355% (tre virgola trecentocinquantacinque per cento):

\* indirettamente n. 1.744.345 (unmilionesettecentoquarantaquattro-  
milatrecentoquarantacinque) azioni pari all' 1,982% (uno virgola no-



*Handwritten signature*

vecentoottantadue per cento) tramite Alleanza Assicurazioni S.p.A.

\* indirettamente n. 1.208.624 (unmilione duecentoottomilaseicentoventiquattro) azioni pari all'1,373% (uno virgola trecentosettantatre per cento) tramite Generali Italia S.p.A.;

- è fatto invito ai partecipanti all'assemblea di far presente l'eventuale carenza di legittimazione al voto ai sensi della vigente normativa;

- come consentito dall'articolo 2 del "Regolamento dell'Assemblea",

sono presenti alcuni dirigenti e dipendenti della società e di società del Gruppo addetti ai lavori assembleari;

- sono altresì presenti ad audendum, i signori PELISSERO Fausto e BAR Lucia Giovanna, i quali hanno dichiarato di essere azionisti della Società e di non aver richiesto in tempo utile la prescritta certificazione per la partecipazione all'assemblea;

- è in funzione un impianto di registrazione allo scopo di facilitare il compito di verbalizzazione;

- è fatto invito a coloro che intendessero abbandonare l'aula prima della fine della presente Assemblea, di comunicarlo alla Segreteria riconsegnando la propria scheda di votazione.

Il Presidente comunica che sono presenti o rappresentati per delega numero 380 (trecentoottanta) aventi diritto all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto titolari di numero 65.601.918 (sessantacinquemilione seicentounmilanovecentodiciotto) azioni ordinarie pari a circa il 74,548% (settantaquattro virgola cinquecentoquarantotto per cento) delle complessive numero 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni ordinarie prive di valore nominale, costituenti l'in-



tero capitale sociale, come risulta dalle comunicazioni degli intermediari abilitati attestanti la predetta legittimazione.

Egli comunica che le persone fisicamente presenti in sala sono 17 (diciassette).

Il Presidente dichiara quindi l'assemblea legalmente e validamente costituita in unica convocazione per la parte straordinaria ed atta a deliberare sull'ordine del giorno relativo.

Il Presidente precisa che, anche in relazione alle richieste contenute nelle delibere Consob relative all'informativa da fornire in occasione delle assemblee degli azionisti, verrà allegato al verbale (Allegato "B") l'elenco nominativo dei partecipanti all'assemblea, in proprio o per delega, con le indicazioni prescritte, nonché per ogni singola votazione l'elenco degli aventi diritto all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto che hanno espresso voto favorevole, voto contrario, si sono astenuti, che non hanno votato o che hanno richiesto di allontanarsi, indicando il relativo numero di azioni.

Il Presidente fa presente che la votazione avverrà mediante alzata di mano e passa alla trattazione dell'unico punto posto all'ordine del giorno di parte straordinaria.

1. Aumento del capitale sociale a pagamento 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 codice civile, da eseguirsi mediante emissione di massime numero 10.998.600 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale e con godimento regola-



*Apri*

re, da liberarsi mediante il conferimento da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e di Codelfa S.p.A. delle partecipazioni da esse detenute in Itinera S.p.A.; conseguente modificazione dell'art. 5 (Misura del Capitale) dello statuto sociale: deliberazioni inerenti e conseguenti.

Il Presidente comunica che sull'argomento in esame è stata predisposta una relazione illustrativa la quale - nel rispetto dei prescritti termini - è stata messa a disposizione del pubblico, presso la sede legale, presso la Borsa Italiana S.p.A., pubblicata sul sito Internet della società, e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato. Unitamente alla relazione, sono stati pubblicati il parere di congruità emesso dalla Società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. ai sensi dell'articolo 158, del Decreto Legislativo n. 58/1998 e la relazione di stima dell'esperto indipendente professor Enrico COTTA RAMUSINO, nominato ai sensi dell'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b), del codice civile.

Tutta la summenzionata documentazione è stata distribuita in copia agli odierni partecipanti ed allegata in unica fascicolazione al presente verbale (Allegato "C").

Propone, pertanto, con il consenso degli intervenuti, di ometterne la lettura.

Il Presidente fornisce una sintesi dei dati salienti dell'operazione stessa, intervento che qui di seguito si trascrive:

"Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di ASTM Vi ha convocati in Assemblea Straordinaria per sottoporre alla Vostra approvazione la propo-



sta di aumento del capitale sociale a pagamento per un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, 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), mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi godimento regolare (1° gennaio 2016), con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento di partecipazioni azionarie detenute in Itinera S.p.A., dalla capogruppo Argo Finanziaria S.p.A. e dalla sua controllata Codelfa S.p.A..

In proposito, a seguito di interlocuzioni fra la Società e Argo Finanziaria S.p.A., è emersa l'opportunità per la Vostra Società di assumere una partecipazione di controllo in Itinera S.p.A., società in cui ASTM già detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A., a sua volta controllata da SIAS S.p.A.), 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.

Nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo, le partecipazioni detenute in Itinera da Finanziaria di Costruzioni S.p.A. e da Partecipazioni Costruzioni S.p.A. sono state assunte, nel corrente mese di aprile, da Argo Finanziaria S.p.A. e dalla sua controllata Codelfa S.p.A., le quali, pertanto, detengono in via diretta una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,9% ed al 9,45% del



*Handwritten signature or initials.*

capitale sociale di Itinera S.p.A.

Al fine di consentire ad ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera S.p.A., in modo da realizzare gli obiettivi industriali di seguito illustrati, Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. si sono rese disponibili a conferire in natura le partecipazioni detenute nel capitale sociale di Itinera S.p.A.

Per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, ASTM diverrà pertanto titolare, direttamente ed indirettamente, dell'intero capitale sociale e conseguentemente azionista di controllo esclusivo di Itinera S.p.A., fatta eccezione per n. 1 azione di cui resterà titolare SEA - Segnaletica Stradale S.p.A. (società controllata da Argo Finanziaria S.p.A.).

Poiché l'operazione di aumento di capitale si qualifica come "operazione con parti correlate di maggiore rilevanza" (ai sensi della normativa regolamentare Consob e della procedura adottata da ASTM), il Consiglio di Amministrazione di ASTM riunitosi in data 14 marzo 2016, si è favorevolmente espresso sull'operazione medesima, previo parere del Comitato controllo e rischi nella sua funzione di Comitato per le operazioni con parti correlate. Il Comitato, nello svolgimento delle proprie attività valutative, a supporto delle determinazioni consiliari, si è avvalso del parere favorevole dell'advisor indipendente Professor Sandro Frova nominato dal Comitato medesimo.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM e le società conferenti - a loro volta - hanno congiuntamente nominato il Prof. Enrico Cotta Ra-



*Handwritten signature*

musino, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ. la cui relazione di stima conforta le valutazioni/determinazioni consiliari.

Inoltre, ai sensi dell'articolo 158, del Decreto Legislativo n. 58/1998 la Società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. ha emesso il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni ASTM di nuova emissione.

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.

Dal punto di vista strategico l'operazione ha una significativa valenza industriale per la Società e il suo gruppo.

In primo luogo, 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'acqui-



*U. M. M.*

sto 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 S.p.A. 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. (sul quale è stata data ampia informativa al mercato), 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 S.p.A.

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



*Ull*

Proseguendo, il Presidente rinvia quindi ai contenuti della relazione per gli ulteriori aspetti descrittivi dell'operazione e delle metodologie valutative impiegate dagli advisor a supporto delle deliberazioni da assumere e prima di aprire la discussione, invita quindi me notaio a dare lettura della proposta deliberativa che qui di seguito si trascrive:

"L'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di ASTM S.p.A.,

- esaminata la Relazione del Consiglio di Amministrazione e la proposta ivi formulata;

- preso atto: (i) del parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni ASTM di nuova emissione espresso, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell'art. 158 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.; (ii) della relazione predisposta dall'esperto indipendente Prof. Enrico Cotta Ramusino ai sensi degli artt. 2440, comma 2, e 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ.; e (iii) dell'attestazione del Collegio Sindacale che il capitale sociale di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni virgo-la zero zero) è interamente sottoscritto, versato ed esistente;

- preso atto del parere favorevole sull'Operazione espresso dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di ASTM S.p.A.;

delibera

1) di approvare la proposta di aumento di capitale, a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00 (cinquemilioni quattrocentonovantanovemila-



*W. Belli*

trecento), oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 (centoventiduemilionicinquecentoventiquattromilaquattrocentoquattro), da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 (diecimilioninovecentonovantottomilaseicento) azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (undici virgola sessantaquattro) (di cui Euro 11,14 (undici virgola quattordici) a titolo di sovrapprezzo), da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% (quarantatre virgola novanta per cento) ed al 9,45% (nove virgola quarantacinque per cento) del relativo capitale sociale;

2) di fissare al 31 (trentuno) dicembre 2016 (duemilasedici) il termine ultimo per dare esecuzione all'aumento di capitale;

3) di modificare l'art. 5 (cinque) dello statuto sociale inserendovi un nuovo capoverso nel testo qui di seguito indicato: "Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale.

Con delibera in data 28 aprile 2016 l'assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00 (cinquemilioni quattrocento novantanove milatrecento),

oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 (centoventiduemilionicinquecentoventiquattromilaquattrocentoquattro) da eseguirsi,



*Handwritten signature*

mediante emissione di massime n. 10.998.600 (diecimilioninovecentonovantottomilaseicento) azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% (quarantatre virgola novanta per cento) ed al 9,45% (nove virgola quarantacinque per cento) del relativo capitale sociale.";

4) di conferire al Consiglio di Amministrazione e per esso al Presidente ed all'Amministratore Delegato, disgiuntamente fra loro, con facoltà per gli stessi di subdelega e di nomina di procuratori speciali, ogni più ampio potere per dare attuazione alle deliberazioni di cui sopra per il buon fine dell'operazione, ivi inclusi, a titolo meramente indicativo e non esaustivo, il potere per:

(i) compiere e stipulare tutti gli atti necessari in ordine all'esecuzione dell'aumento di capitale come anzi deliberato con espressa autorizzazione, tra l'altro, a titolo indicativo e non tassativo, di definire il conferimento nella sua esatta consistenza, ed in genere, compiere qualsiasi atto, anche rettificativo, precisativo od integrativo necessario od opportuno e procedere alle relative contabilizzazioni;

(ii) procedere agli adempimenti previsti dall'art. 2343-quater cod. civ.;

(iii) assegnare, osservate le norme di legge, le azioni spettanti quali corrispettivi dei conferimenti delle partecipazioni, determinandone il



*Handwritten signature or initials.*

godimento;

(iv) predisporre e presentare ogni documento richiesto ai fini dell'esecuzione dell'aumento di capitale deliberato, anche ai sensi dell'art. 2444 cod. civ., modificando l'articolo 5 dello statuto sociale relativamente all'espressione numerica del capitale sociale ed al numero delle azioni e depositare, quindi, presso il competente Registro delle Imprese lo statuto sociale aggiornato, nonché adempiere alle formalità necessarie per procedere all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni di nuova emissione, ivi incluso il potere di provvedere alla predisposizione e alla presentazione alle competenti Autorità di ogni domanda, istanza, documento o prospetto allo scopo necessario o opportuno;

(v) apportare alle deliberazioni adottate ogni modifica e/o integrazione che si rendesse necessaria e/o opportuna, anche a seguito di richiesta di ogni autorità competente ovvero in sede di iscrizione, e in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato."

Il Presidente dichiara aperta la discussione sull'unico punto all'ordine del giorno relativo alla parte straordinaria.

Prende la parola l'azionista POLLASTRELLI Giovanni, il quale, dopo aver evidenziato le maggiori difficoltà di valutazione che si incontrano in presenza di operazioni con parti correlate, con riferimento alla proposta operazione di aumento di capitale rileva che avrebbe per-



*W. Pollastrelli*

sonalmente preferito un valore di emissione delle nuove azioni ASTM attorno ai 13 euro. Proseguendo, dopo aver sottolineato di ritenere che l'operazione proposta porterà molti vantaggi alla società, conclude il proprio intervento evidenziando che la valorizzazione di Itinera è stata individuata in 240 milioni di euro, ossia cinque volte l'EBITDA rendendo paragonabile la stessa Itinera a società quotate come Astaldi.

Prende la parola l'ingegner Giuseppe GAROFANO il quale, dopo aver precisato di aver personalmente condotto le trattative in qualità di amministratore indipendente, concorda con l'azionista sulla complessità delle valutazioni legate all'operazione. Per quanto riguarda la valutazione di Itinera, d'intesa con gli advisor, è stato utilizzato, come metodo principale, quello del "discounted cash flow", tenendo conto del portafoglio lavori (dal quale sono state escluse tutte le potenziali commesse che potranno derivare dalle nuove iniziative in Brasile), del cash flow prospettico e della posizione finanziaria netta che, a differenza di altre imprese di costruzione, non presenta anticipi da parte dei committenti.

Per quanto riguarda la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ASTM, considerato l'intendimento di acquisire il controllo di Itinera senza indebitamento ed esclusa l'ipotesi di un aumento di capitale in denaro da offrire in sottoscrizione agli azionisti in ragione della situazione di mercato e dello sconto che si sarebbe presumibilmente dovuto applicare ai prezzi di borsa correnti, si è ragionato sulla metodologia da applicare, anche alla luce del valore di patrimonio



*W. Bell*

netto per azione compreso tra 20/21 euro e dell'andamento delle quotazioni registrato negli ultimi tre anni.

Data la natura di holding di ASTM e la struttura a cascata che la contraddistingue, si è quindi ritenuto di utilizzare il metodo del "dividend discount model" quale metodo principale per la stima del valore economico della Società e, tenuto conto sia dell'holding discount che caratterizza simili strutture societarie, sia del godimento 1° gennaio 2016 delle azioni di nuova emissione che, pertanto, non godranno del dividendo "a saldo" che verrà distribuito a valere sul risultato 2015, si è giunti ad individuare il valore di emissione di Euro 11,64 per azione.

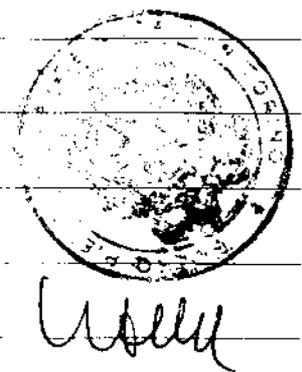
L'ingegner Giuseppe GAROFANO conclude quindi il suo intervento evidenziando che il conferimento di Itinera, oltre a poter consentire di beneficiare delle sinergie tra attività di concessione e attività di costruzione, potrà anche riflettersi sull'"holding discount" della Società.

Nessun altro chiedendo la parola il Presidente:

- dichiara chiusa la discussione;

- comunica che sono presenti in proprio o per delega numero 380 (trecentottanta) aventi diritto all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto titolari di numero 65.601.918 (sessantacinquemilioneisecentounmilanovecentodiciotto) azioni ordinarie pari a circa il 74,548% (settantaquattro virgola cinquecentoquarantotto per cento) delle complessive numero 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni ordinarie prive di valore nominale, costituenti l'intero capitale sociale;

- comunica che le persone fisicamente presenti in sala sono 17 (di-



ciassette);

- mette in votazione per alzata di mano la proposta deliberativa testè letta da me notaio.

Il Presidente dichiara chiusa la votazione e proclama che la proposta letta da me notaio, è stata approvata a maggioranza con:

- numero 65.593.651 (sessantacinquemilionicinquecentonovantatremilaseicentocinquantuno) voti favorevoli, pari al 99,987% (novantanove virgola novecentoottantasette per cento) del capitale rappresentato;

- numero 8.124 (ottomilacentoventiquattro) voti contrari pari allo 0,012% (zero virgola zero dodici per cento) del capitale rappresentato;

- numero 143 (centoquarantatre) voti astenuti;

- nessuna azione non votante.

I nominativi dei soggetti che risultano aver espresso voto favorevole, voto contrario o si sono astenuti, con il relativo numero di azioni, vengono allegati al presente verbale (Allegato "D").

Null'altro essendovi da deliberare in sede straordinaria e più nessuno chiedendo la parola, il Presidente dichiara chiusa l'assemblea alle ore tredici e quindici minuti.

Ai fini di cui all'articolo 2436 Codice Civile, il Presidente mi presenta il testo dello Statuto Sociale aggiornato con l'anzideliberata modifica (Allegato "E").

Si allegano al presente verbale, per farne parte integrante e sostanziale, con dispensa di lettura per me notaio:



*Handwritten signature*

- sotto la lettera "A" domande pervenute dall'azionista Marco Geremia Carlo BAVA e relative risposte;

- sotto la lettera "B" elenco nominativo dei partecipanti all'assemblea;

- sotto la lettera "C" relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione sul primo punto all'ordine del giorno di parte straordinaria, relazione di stima del prof. Enrico COTTA RAMUSINO e relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;

- sotto la lettera "D" elenco votazioni unico punto all'ordine del giorno di parte straordinaria;

- sotto la lettera "E" Statuto Sociale aggiornato.

Detti allegati vengono sottoscritti per allegazione dal comparente e da me notaio.

Del che richiesto, io notaio ho ricevuto il presente atto, da me redatto, parzialmente dattiloscritto da persona di mia fiducia e parzialmente completato a mano da me notaio su pagine ventidue di sei fogli, del quale atto do lettura al comparente che, dichiarandolo conforme a verità, lo sottoscrive con me notaio, essendo le ore diciotto e minuti cinquanta.

In originale firmato:

Gian Maria Gros-Pietro

Pietro Boero notaio



## **DOMANDE PERVENUTE DAL SOCIO MARCO BAVA, IN DATA 25 APRILE 2016, PER L'ASSEMBLEA ASTM DEL 28 APRILE 2016**

1) Avete in progetto nuove acquisizioni?

*In aggiunta a quanto illustrato nel fascicolo di bilancio messo a disposizione degli Azionisti, la Società non ha attualmente in progetto nuove acquisizioni pur essendo pronta a valutare e, se del caso, cogliere eventuali opportunità di investimento.*

2) Il gruppo ha cc in paesi blaek-list ?

*No.*

3) Come mai in Svizzera le autostrade si finanziano solo con la tassa annuale ?

*Le modalità di finanziamento delle autostrade in Svizzera sono di pertinenza della Confederazione elvetica.*

4) Quando termineranno i lavori di ammodernamento sulla TO-MI ?

*Premesso che la SATAP S.p.A. (controllata titolare della concessione per la costruzione e gestione della tratta autostradale A4 "Torino - Milano") risulta dotata di autonomia decisionale e gestionale, sulla base delle informazioni dalla stessa fornite si precisa che - tenuto conto del rallentamento nei lavori di ammodernamento indotto dai sei mesi relativi ad EXPO 2015 (nei quali non potevano essere presenti cantieri sulle carreggiate di marcia) - si prevede il completamento dell'intera tratta "Torino-Milano Ghisolfa" entro l'aprile 2017.*

*Dopo tale data, le attività residue riguarderanno il lotto 2.3 (posto fra Milano Ghisolfa e Viale Certosa), le cui attività realizzative, come richiesto dagli Enti, sono state posticipate alla conclusione dell'evento EXPO 2015 in quanto interferenti con le opere viabilistiche funzionali all'evento stesso.*

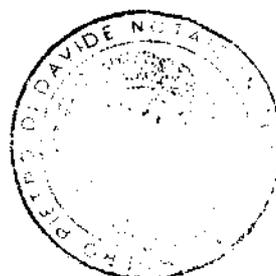
5) Quanto aumenteranno le tariffe al 01.01.17 ?

*Come previsto dalle convenzioni autostradali in vigore delle società concessionarie del Gruppo:*

- entro il 15 ottobre di ogni anno i concessionari formulano al Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti la proposta di variazione tariffaria che intendono applicare a decorrere dall'1 gennaio dell'esercizio successivo, calcolato secondo le modalità previste dai contratti di concessione;*

*Marco Bava*

*Marco Bava*



- entro il 15 dicembre di ogni anno con decreto motivato del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, le proposte di variazione tariffaria sono approvate o rigettate;
- nel caso in cui la proposta di variazione tariffaria sia approvata, gli aumenti tariffari annuali entrano in vigore dall'1 gennaio dell'esercizio successivo.

6) Avete intenzione di trasferire la sede legale in Olanda e quella fiscale in GB ? se lo avete fatto come pensate di comportarvi con l'uscita della GB dall'EU ?

No..

7) Avete intenzione di proporre le modifiche statutarie che raddoppiano il voto ?  
La Società, al momento, non ha intenzione di proporre modifiche statutarie che comportino il c.d. "voto maggiorato" previsto dal DL n. 91/2014, convertito dalla legge n. 116/2014.

8) Avete call center all'estero ? se si dove, con quanti lavoratori, di chi e' la proprietà?

No.

9) Siete iscritti a Confindustria ? se si quanto costa ? avete intenzione di uscirne ?  
ASTM S.p.A. è iscritta in Confindustria, il contributo associativo per l'esercizio 2015 è stato pari a 5.608 euro. Non è prevista - al momento - l'uscita dall'associazione.

10) Come e' variato l'indebitamento e per cosa ?

Il dettaglio dell'indebitamento finanziario netto della ASTM S.p.A. al 31 dicembre 2015 e la variazione intervenuta nell'esercizio è riportata a pag. 41 del fascicolo di bilancio messo a disposizione degli Azionisti.

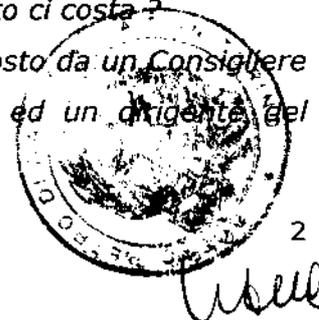
11) A quanto ammontano gli incentivi incassati come gruppo suddivisi per tipologia ed entità ?

Come si evince dal fascicolo di bilancio messo a disposizione degli Azionisti (pag. 181) i contributi in conto capitale incassati nel corso del 2015 relativamente ai beni gratuitamente reversibili sono stati pari a 33,9 milioni di euro.

I contributi in conto esercizio - pari a circa 2 milioni di euro come riportato alla pag. 198 del fascicolo di bilancio - si riferiscono ai contributi riconosciuti a Fiera Parking S.p.A. (1,4 milioni di euro) e per la restante parte alle società concessionarie relativamente a progetti europei sulla viabilità.

12) Da chi e' composto l'odv con nome cognome e quanto ci costa ?

L'Organismo di Vigilanza di ASTM S.p.A. è attualmente composto da un Consigliere indipendente (C. Ferrero), un Sindaco effettivo (P. Braja) ed un dirigente del Gruppo (R. Sanino).



A ciascun componente dell'Organismo di Vigilanza, è corrisposto un compenso fisso annuo pari a 6 migliaia di euro (al Presidente spetta un compenso pari a 9 migliaia di euro), oltre al riconoscimento - per ciascuna seduta - di un gettone di presenza pari a 1.000 euro (500 euro nel caso di partecipazione a distanza mediante l'utilizzo di sistemi di teleconferenza o televideoconferenza). Nel 2015 il costo complessivo per l'attività svolta dall'Organismo di Vigilanza è stato pari a 35 migliaia di euro.

13) Quanto costa la sponsorizzazione il Meeting di Rimini di CI ed EXPO 2015 o **altre**? Per cosa e per quanto ?

Non risultano sponsorizzazioni al meeting di Rimini di CL.

Con riferimento alla manifestazione "Esposizione Universale EXPO Milano 2015" si evidenzia la sponsorizzazione del padiglione statunitense da parte della ASTM S.p.A. per 150 migliaia di euro.

14) POTETE FORNIRMI L'ELENCO DEI VERSAMENTI e dei crediti AI PARTITI, ALLE FONDAZIONI POLITICHE, AI POLITICI ITALIANI ED ESTERI?

ASTM S.p.A. non ha effettuato versamenti a partiti, fondazioni politiche, a politici italiani ed esteri.

15) AVETE FATTO SMALTIMENTO IRREGOLARE DI RIFIUTI TOSSICI ? No.

16) QUAL'E' STATO l' investimento nei titoli di stato, GDO, TITOLI STRUTTURATI ?

Nel corso del 2015, ASTM S.p.A. ha ceduto le quote del fondo Algebris per 10 milioni di euro a cui si assommano gli interessi maturati pari a 0,7 milioni di euro.

17) Quanto e' costato lo scorso esercizio il servizio titoli ? e chi lo fa ?

L'attività di servizio Titoli è svolta, in parte, dalla Direzione Societaria e, in parte, da consulenti esterni; il costo delle prestazioni dei consulenti esterni risulta - nel 2015 - pari a circa 5 migliaia di euro.

18) Sono previste riduzioni di personale, ristrutturazioni ? delocalizzazioni ?

Non sono previste - ad oggi - riduzioni, ristrutturazioni o delocalizzazioni del personale dipendente della ASTM S.p.A..

19) C'e' un impegno di riacquisto di prodotti da clienti dopo un certo tempo ? come viene contabilizzato ? Non ve ne sono.

20) Gli amministratori attuali e del passato sono indagati per reati ambientali, RICICLAGGIO, AUTORICICLAGGIO O ALTRI che riguardano la societa' ? CON QUALI POSSIBILI DANNI ALLA SOCIETA' ?

*San Pietro* *Wu*



*Wu*

*Non risulta – per quanto a conoscenza della Società - che gli Amministratori della ASTM S.p.A. siano indagati per reati ambientali, riciclaggio, autoriciclaggio o altri reati per fatti che riguardano la Società.*

*21) Ragioni e modalità di calcolo dell'indennità di fine mandato degli amministratori.*

*Non è attualmente prevista alcuna indennità di fine mandato per gli Amministratori della ASTM S.p.A., così come precisato nel paragrafo (2.5) "Trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro" della "Relazione sulla remunerazione predisposta ai sensi degli artt. 123-ter del TUF e 84-quater del Regolamento Emittenti", messa a disposizione degli Azionisti nei termini di legge.*

*22) Chi fa la valutazione degli immobili? Quanti anni dura l'incarico ?*

*La ASTM S.p.A. non ha conferito – nel 2015 - incarichi per la valutazione degli immobili di proprietà.*

*23) Esiste una assicurazione D&O (garanzie offerte importi e sinistri coperti, soggetti attualmente coperti, quando è stata deliberata e da che organo, componente di fringe-benefit associato, con quale broker è stata stipulata e quali compagnie la sottoscrivono, scadenza ed effetto scissione su polizza) e quanto ci costa ?*

*Come evidenziato nella "Relazione sulla remunerazione predisposta ai sensi degli artt. 123 ter del TUF e 84 quater del Regolamento Emittenti", messa a disposizione degli Azionisti nei termini di legge, "nell'ambito del Gruppo, è vigente una polizza assicurativa a fronte della responsabilità civile verso terzi degli organi sociali e dirigenti (D&O - Directors' & Officers' Liability), per fatti riconducibili all'esercizio delle loro funzioni, esclusi i casi di dolo".*

*La ASTM S.p.A. rientra nella copertura della sopramenzionata polizza, la quale è stata stipulata – con decorrenza dal 2004 - dalla controllante Aurelia S.r.l. nel proprio interesse e di quello delle società controllate; la vigente polizza ha scadenza 30 settembre 2016.*

*La polizza è stata stipulata con il Broker PCA S.p.A. e sottoscritta dalle compagnie assicurative AIG Europe Ltd, Generali Italia S.p.A. e Zurich Global Corporate Italy.*

*La polizza D&O non costituisce Fringe-Benefit per i soggetti assicurati.*

*Il costo di tale polizza è interamente sostenuto dalla citata controllante.*

*24) Sono state stipulate polizze a garanzia dei prospetti informativi (relativamente ai prestiti obbligazionari)?*



Ad oggi non è prevista alcuna polizza per il c.d. "rischio da prospetto informativo".

25) Quali sono gli importi per assicurazioni non finanziarie e previdenziali (differenziati per macroarea, differenziati per stabilimento industriale, quale struttura interna delibera e gestisce le polizze, broker utilizzato e compagnie)?

ASTM S.p.A. ha attualmente in essere coperture assicurative relative ai fabbricati di proprietà (relative sia al rischio incendio sia alla responsabilità civile).

Le polizze sono state stipulate con il Broker PCA S.p.A. e sottoscritte dalle compagnie assicurative INA Assitalia S.p.A. e Assicurazioni Generali S.p.A..

Per quanto concerne l'assicurazione dei veicoli, ASTM S.p.A. rientra nella copertura della polizza sottoscritta dall' controllante Argo Finanziaria S.p.A. (per il tramite del Broker PCA S.p.A.) e stipulata dalla Assicurazioni Generali S.p.A..

L'importo dei premi corrisposti per le polizze sopra riportate, con riferimento all'esercizio 2015, è pari a 26 migliaia di euro.

26) VORREI SAPERE Quale è l'utilizzo della liquidità (composizione ed evoluzione mensile, tassi attivi, tipologia strumenti, rischi di controparte, reddito finanziario ottenuto, politica di gestione, ragioni dell'incomprimibilità, quota destinata al TFR e quali vincoli, giuridico operativi, esistono sulla liquidità)

Nel corso del 2015 la liquidità media di ASTM S.p.A. è risultata pari a circa 152 milioni di euro; tale liquidità è stata depositata sui conti correnti bancari intestati alla Società, senza particolari vincoli, prevalentemente presso istituti di credito italiani aventi un "rating" BBB+ .

Il tasso medio annuo ponderato di remunerazione dei depositi è stato pari a circa lo 0,78%.

Si segnala inoltre che, nel corso del 2015, la Società ha sottoscritto una polizza di capitalizzazione a capitale garantito e rendimento minimo garantito con Cardif Vita per un importo totale di 10 milioni di euro. Tale polizza, nel 2015, ha evidenziato un rendimento annuo (al netto dei costi di gestione) del 2,90%. Tale polizza, nel corso dei primi mesi del 2016, è stata ceduta ad una società controllata.

In aggiunta a quanto sopra la Società - nel corso del mese di dicembre 2015 - ha monetizzato circa 30,7 mln di euro riscattando anticipatamente la polizza sottoscritta nel corso del precedente esercizio con Credit Agricole Vita che ha evidenziato un rendimento annuo del 2,47% (al netto dei costi di gestione).

Tali disinvestimenti sono stati operati in correlazione al noto processo di acquisizione del co-controllo di Ecorodovias Infrastruttura e Logistica S.A.

*Giuseppe Pietro Lupat*



27) **VORREI SAPERE QUALI SONO GLI INVESTIMENTI PREVISTI PER LE ENERGIE RINNOVABILI, COME VERRANNO FINANZIATI ED IN QUANTO TEMPO SARANNO RECUPERATI TALI INVESTIMENTI.**

*ASTM S.p.A. non prevede di fare investimenti in energie rinnovabili.*

28) **Vi e' stata retrocessione in Italia/estero di investimenti pubblicitari/sponsorizzazioni ? No.**

29) **Come viene rispettata la normativa sul lavoro dei minori ?**

*Non vi sono minori tra il personale dipendente di ASTM S.p.A..*

30) **E' fatta o e' prevista la certificazione etica SA8000 ENAS ?**

*La ASTM S.p.A. - ad oggi - non ha in essere alcun progetto finalizzato al conseguimento della certificazione etica SA8000 EMAS.*

31) **Finanziamo l'industria degli armamenti ? No.**

32) **vorrei conoscere POSIZIONE FINANZIARIA NETTA DI GRUPPO ALLA DATA DELL'ASSEMBLEA CON TASSI MEDI ATTIVI E PASSIVI STORICI.**

*La posizione finanziaria netta del Gruppo - al 31 marzo 2016 - sarà disponibile nel mese di maggio 2016 unitamente ai dati relativi al I trimestre 2016 del Gruppo ASTM.*

*Per quanto concerne la posizione finanziaria netta del Gruppo al 31 dicembre 2015 si rimanda a quanto riportato a pag. 35 e seguenti del fascicolo di bilancio messo a disposizione degli Azionisti.*

*In merito ai tassi di interesse si precisa quanto segue:*

- *alla data del 31 dicembre 2015 circa l'84% dell'indebitamento a medio-lungo termine consolidato risulta a "tasso fisso"/"hedged"; il tasso medio ponderato "all-in" relativo all'indebitamento complessivo di Gruppo risulta pari al 3,50%;*

- *il tasso medio annuo ponderato di remunerazione dei depositi di ASTM S.p.A. è stato pari a circa lo 0,78%.*

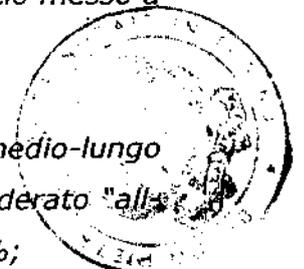
33) **A quanto sono ammontate le multe Consob, Borsa ecc di quale ammontare e per cosa ?**

*Nel 2015 non sono pervenute multe da parte di Consob e Borsa Italiana.*

34) **Vi sono state imposte non pagate ? se si a quanto ammontano? Gli interessi ? le sanzioni ?**

*Alla data odierna, non risultano imposte non pagate dalla ASTM S.p.A..*

35) **vorrei conoscere : VARIAZIONE PARTECIPAZIONI RISPETTO ALLA RELAZIONE IN DISCUSSIONE.**



*Handwritten signature in black ink.*

Successivamente alla data del 31 dicembre 2015, nell'ambito del processo di acquisizione del co-controllo di Ecorodovias Infrastruttura e Logistica S.A., la ASTM S.p.A. ha ceduto alla controllata SIAS S.p.A. n. 1.842.000 azioni della IGLI S.p.A..

36) vorrei conoscere ad oggi **MINUSVALENZE E PLUSVALENZE TITOLI QUOTATI IN BORSA ALL'ULTIMA LIQUIDAZIONE BORSISTICA DISPONIBILE**

La ASTM S.p.A. detiene le seguenti partecipazioni in Società quotate:

Abertis Infraestructuras :

Valore di iscrizione al 31.12.2015: 0,164 milioni di euro

Quotazione di borsa al 27.04.2016: 0,167 milioni di euro

"plusvalore" potenziale al 27.04.2016: 0,003 milioni di euro

Alerion Clean Power :

Valore di iscrizione al 31.12.2015: 1,12 milioni di euro

Quotazione di borsa al 27.04.2016: 0,93 milioni di euro

"minusvalore" potenziale al 27.04.2016: 0,19 milioni di euro

Assicurazioni Generali :

Valore di iscrizione al 31.12.2015: 3,47 milioni di euro

Quotazione di borsa al 27.04.2016: 2,80 milioni di euro

"minusvalore" potenziale al 27.04.2016: 0,67 milioni di euro

Mediobanca :

Valore di iscrizione al 31.12.2015: 5,74 milioni di euro

Quotazione di borsa al 27.04.2016: 4,68 milioni di euro

"minusvalore" potenziale al 27.04.2016: 1,06 milioni di euro

37) vorrei conoscere da inizio anno ad oggi **L'ANDAMENTO DEL FATTURATO** per settore.

Il dettaglio del "fatturato per settore" al 31 marzo 2016 sarà disponibile nel mese di maggio in sede di approvazione delle risultanze relative al I trimestre 2016.

Sulla base del trend dei dati "storici" del Gruppo si può affermare che il fatturato ascrivibile al "settore autostradale" rappresenta, mediamente, circa il 90% del fatturato del Gruppo ASTM.

38) vorrei conoscere ad oggi **TRADING SU AZIONI PROPRIE E DEL GRUPPO EFFETTUATO ANCHE PER INTERPOSTA SOCIETA' O PERSONA SENSI ART.18 DRP.30/86 IN PARTICOLARE SE E' STATO FATTO ANCHE SU AZIONI D'ALTRE SOCIETA', CON INTERSTAZIONE A BANCA ESTERA NON TENUTA A RIVELARE ALLA CONSOB IL NOME DEL PROPRIETARIO, CON RIPORTI SUI TITOLI IN PORTAFOGLIO PER UN VALORE SIMBOLICO, CON AZIONI IN PORTAGE.**

*Am Rita Lupat*



Così come descritto a pag. 73 del fascicolo di bilancio messo a disposizione degli Azionisti, in data 15 aprile 2015, l'Assemblea Ordinaria di ASTM S.p.A. ha approvato la richiesta di autorizzazione all'acquisto ed alla disposizione di azioni proprie, fino ad un massimo di n. 17.600.000 azioni ordinarie. Nel corso del 2015 ASTM S.p.A. ha acquistato n. 743.386 azioni proprie (pari allo 0,845% del capitale sociale), per un controvalore totale di 9 milioni di euro.

Nel periodo 1° gennaio 2016 - 27 aprile 2016 la ASTM S.p.A. ha acquistato n. 390.700 azioni proprie (pari a 0,44% del capitale sociale) per un controvalore pari a 3,9 milioni di euro; ad oggi - pertanto - le azioni proprie detenute direttamente ed indirettamente tramite la partecipata ATIVA S.p.A. risultano pari a n. 5.334.150 (6,06% del capitale sociale).

39) vorrei conoscere **PREZZO DI ACQUISTO AZIONI PROPRIE E DATA DI OGNI LOTTO, E SCOSTAMENTO % DAL PREZZO DI BORSA**

A pag. 99 del fascicolo di bilancio messo a disposizione degli Azionisti, è riportato il numero ed il valore complessivo delle azioni proprie detenute dalla ASTM S.p.A. al 31 dicembre 2015. Le informazioni relative alla data degli acquisti, il numero di azioni acquistate, il valore medio unitario ed il controvalore complessivo, sono periodicamente rese disponibili tramite appositi comunicati stampa presenti - tra l'altro - sul sito web della Società cui si rimanda. Gli acquisti sono stati fatti sul mercato borsistico, pertanto il prezzo di ciascuna transazione è quello espresso dal mercato al momento del perfezionamento della stessa.

40) vorrei conoscere **NOMINATIVO DEI PRIMI 20 AZIONISTI PRESENTI IN SALA CON LE RELATIVE % DI POSSESSO, DEI RAPPRESENTANTI CON LA SPECIFICA DEL TIPO DI PROCURA O DELEGA.**

Elenco fornito in Assemblea.

41) vorrei conoscere in particolare quali sono i fondi pensione azionisti e per quale quota ?

Elenco fornito in Assemblea.

42) vorrei conoscere **IL NOMINATIVO DEI GIORNALISTI PRESENTI IN SALA O CHE SEGUONO L'ASSEMBLEA ATTRAVERSO IL CIRCUITO CHIUSO DELLE TESTATE CHE RAPPRESENTANO E SE FRA ESSI VE NE SONO CHE HANNO RAPPORTI DI CONSULENZA DIRETTA ED INDIRETTA CON SOCIETA' DEL GRUPPO ANCHE CONTROLLATE e se comunque hanno ricevuto denaro o benefit direttamente o indirettamente da societa' controllate , collegate, controllanti.**



Qualora si risponda con "non e' pertinente" , denuncio il fatto al collegio sindacale ai sensi dell'art.2408 cc.

Il nominativo dei giornalisti, verrà fornito in Assemblea: non risulta che ci siano dei rapporti di consulenza con le Società del Gruppo.

43) vorrei conoscere Come sono suddivise le spese pubblicitarie per gruppo editoriale, per valutare l'indice d'indipendenza ? VI SONO STATI VERSAMENTI A GIORNALI O TESTATE GIORNALISTICHE ED INTERNET PER STUDI E CONSULENZE?

ASTM S.p.A. ha sostenuto - nel corso del 2015 - spese pubblicitarie su quotidiani/riviste per un importo complessivo pari a 5,3 migliaia di euro; in particolare: 2,4 migliaia di euro sono relativi alla presenza dei dati finanziari-societari della ASTM sul sito [www.euroborsamagazine.it](http://www.euroborsamagazine.it), 2,4 migliaia di euro a pubblicità istituzionali sulla rivista Nuova Finanza.

Al fine di ottemperare agli obblighi di informativa finanziaria previsti dalla normativa Consob, vengono periodicamente utilizzate testate a diffusione nazionale (es: avvisi di convocazione delle Assemblee, avvisi di pubblicazione delle rendicontazioni contabili annuali ed infrannuali, ecc.).

44) vorrei conoscere IL NUMERO DEI SOCI ISCRITTI A LIBRO SOCI , E LORO SUDDIVISIONE IN BASE A FASCE SIGNIFICATIVE DI POSSESSO AZIONARIO, E FRA RESIDENTI IN ITALIA ED ALL'ESTERO

Alla data odierna, risultano iscritti a libro soci circa 5.145 Azionisti.

Sulla base di quanto dichiarato in apertura di Assemblea, sono di seguito riportati gli Azionisti titolari di partecipazioni rilevanti ai sensi della vigente normativa; in particolare :

- Gruppo Aurelia : 54,01% - Italia
- Azioni proprie : 6,06%
- Lazard Asset Management: 4,89% - Estero
- Gruppo Assicurazioni Generali : 3,36% - Italia

45) vorrei conoscere SONO ESISTITI NELL'AMBITO DEL GRUPPO E DELLA CONTROLLANTE E O COLLEGATE DIRETTE O INDIRETTE RAPPORTI DI CONSULENZA CON IL COLLEGIO SINDACALE E SOCIETA' DI REVISIONE O SUA CONTROLLANTE. A QUANTO SONO AMMONTATI I RIMBORSI SPESE PER ENTRAMBI?

*Caro Pirelli*  
*W. Pirelli*



Non risultano - nel 2015 - consulenze effettuate dai Sindaci di ASTM S.p.A. nei confronti di Società controllate (consolidate con il "metodo integrale" nell'ambito del Gruppo ASTM).

L'attività svolta dalla Società di Revisione ed i corrispettivi dalla stessa percepiti risultano dettagliati - ai sensi dell'articolo 149 duodecies del Regolamento Emittenti - a pag.112 del fascicolo di bilancio al 31 dicembre 2015 messo a disposizione degli Azionisti.

I rimborsi spese corrisposti da ASTM S.P.A. - nel corso del 2015 - risultano i seguenti:

- Società di Revisione: 5% degli onorari per quanto concerne gli incarichi sulla piazza di Torino, 10% per quanto concerne gli incarichi nei quali sia previsto il pernottamento fuori sede;
- Collegio Sindacale: 2.200 euro.

46) vorrei conoscere se VI SONO STATI RAPPORTI DI FINANZIAMENTO DIRETTO O INDIRETTO DI SINDACATI, PARTITI O MOVIMENTI **FONDAZIONI POLITICHE** (come ad esempio Italiani nel mondo) , FONDAZIONI ED ASSOCIAZIONI DI CONSUMATORI E/O AZIONISTI NAZIONALI O INTERNAZIONALI NELL'AMBITO DEL GRUPPO ANCHE ATTRAVERSO IL FINANZIAMENTO DI INIZIATIVE SPECIFICHE RICHIESTE DIRETTAMENTE ?

Per quanto concerne la ASTM S.p.A. e le Società controllate (consolidate con il "metodo integrale" nell'ambito del Gruppo ASTM), nel corso del 2015 non risultano finanziamenti a sindacati, associazioni di Consumatori o di Azionisti.

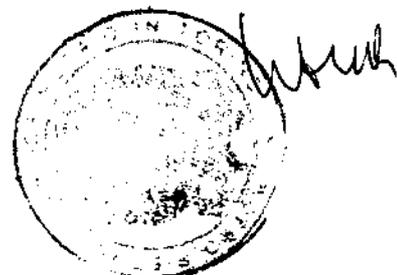
47) vorrei conoscere se VI SONO TANGENTI PAGATE DA FORNITORI ? E COME FUNZIONA LA RETROCESSIONE DI FINE ANNO ALL'UFFICIO ACQUISTI E DI QUANTO E' ? No.

48) vorrei conoscere se Si sono pagate tangenti per entrare nei paesi emergenti in particolare **CINA, Russia e India** ? No.

49) vorrei conoscere se SI E' INCASSATO IN NERO ? No.

50) vorrei conoscere se Si e' fatto insider trading ? No.

51) vorrei conoscere se Vi sono dei dirigenti e/o amministratori che hanno interessenze in società' fornitrici ? AMMINISTRATORI O DIRIGENTI POSSIEDONO DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE QUOTE DI SOCIETA' FORNITRICI ?



Le operazioni con parti correlate vengono dettagliatamente illustrate - sulla base di quanto previsto dallo IAS 24 - da pag.219 a pag.225 del fascicolo di bilancio al 31 dicembre 2015 messo a disposizione degli Azionisti.

52) quanto hanno guadagnato gli amministratori personalmente nelle operazioni straordinarie ?

Nel corso del 2015 non sono state perfezionate operazioni straordinarie.

53) vorrei conoscere se **TOTALE EROGAZIONI LIBERALI DEL GRUPPO E PER COSA ED A CHI ?**

Per quanto concerne le Società controllate (consolidate con il "metodo integrale") l'ammontare delle erogazioni liberali - nell'anno 2015 - risulta complessivamente pari a circa 197 migliaia di euro; tali erogazioni sono effettuate - essenzialmente - nei confronti di istituzioni religiose per fini caritatevoli, associazioni mediche ed assistenziali, nonché culturali.

54) vorrei conoscere se **CI SONO GIUDICI FRA CONSULENTI DIRETTI ED INDIRETTI DEL GRUPPO** quali sono stati i magistrati che hanno composto collegi arbitrari e qual'e' stato il loro compenso e come si chiamano ?

Non ve ne sono.

55) vorrei conoscere se **Vi sono cause in corso con varie antitrust ?** No.

56) vorrei conoscere se **VI SONO CAUSE PENALI IN CORSO con indagini sui membri attuali e del passato del cda e o collegio sindacale per fatti che riguardano la società.**

Non risulta - per quanto a conoscenza della Società - che vi siano cause penali in corso che vedano coinvolti, per fatti che riguardano la ASTM S.p.A., gli Amministratori e/o i Sindaci della ASTM S.p.A..

57) vorrei conoscere se **A quanto ammontano i BOND emessi e con quale banca (CREDIT SUISSE FIRST BOSTON, GOLDMAN SACHS, MORGAN STANLEY E CITIGROUP, JP MORGAN, MERRILL LYNCH, BANK OF AMERICA, LEHMAN BROTHERS, DEUTSCHE BANK, BARCLAYS BANK, CANADIA IMPERIAL BANK OF COMMERCE -CIBC-)**

ASTM S.p.A. non ha emesso bond.

58) vorrei conoscere **DETTAGLIO COSTO DEL VENDUTO** per ciascun settore. Nel fascicolo di bilancio al 31 dicembre 2015 posto a disposizione degli Azionisti è riportata - a pag.164 - lo schema relativo alla "segment information" dalla quale possono essere desunti anche i costi operativi per settore.

59) vorrei conoscere

*San Pietro*



**A QUANTO SONO AMMONTATE LE SPESE PER:**

• **ACQUISIZIONI E CESSIONI DI PARTECIPAZIONI .**

*Nel corso del 2015, sono state iscritte nel bilancio di ASTM S.p.A. spese connesse alla cessione di partecipazioni per 400 euro, nonché spese connesse all'acquisizione di azioni proprie per circa 4.500 euro.*

• **RISANAMENTO AMBIENTALE**

*Non applicabile per ASTM S.p.A..*

• **Quali e per cosa sono stati fatti investimenti per la tutela ambientale ?**

*Non applicabile per ASTM S.p.A..*

60) vorrei conoscere

**a. I BENEFICI NON MONETARI ED I BONUS ED INCENTIVI COME VENGONO CALCOLATI ?**

*Come precisato nella "Relazione sulla remunerazione predisposta ai sensi degli artt. 123 ter del TUF e 84 quater del Regolamento Emittenti", messa a disposizione degli Azionisti nei termini di legge, la Politica di Remunerazione di ASTM S.p.A. attuale (i) prevede esclusivamente forme di remunerazione fissa per i propri amministratori e non contempla al momento forme retributive variabili legate al raggiungimento di specifici obiettivi di performance né prevede l'assegnazione di azioni, opzioni, altri strumenti finanziari o di altre componenti variabili della remunerazione (paragrafo 2.2) e (ii) non contempla la corresponsione di benefici non monetari, fatta eccezione per l'eventuale riconoscimento di fringe benefit correntemente riconosciuti nella prassi retributiva e comunque coerenti con carica/funzione ricoperta (uso di auto aziendale e polizze integrative sanitarie estese anche al nucleo familiare) (paragrafo 2.4).*

**b. QUANTO SONO VARIATI MEDIAMENTE NELL'ULTIMO ANNO GLI STIPENDI DEI MANAGERS e degli a.d illuminati , rispetto a quello DEGLI IMPIEGATI E DEGLI OPERAI ?**

*Come risulta da quanto riportato nella Nota 20 alle pagg. 104-105 del fascicolo di bilancio al 31 dicembre 2015 messo a disposizione degli Azionisti, le retribuzioni dei dipendenti - al netto dell'importo riconosciuto all'ex Direttore Generale della Società nell'ambito di accordi transattivi - risultano sostanzialmente allineate ai corrispondenti valori del 2014 (3,3 milioni di euro nel 2015 e 3,5 milioni di euro nel 2014).*



Come riportato nelle Relazioni sulla remunerazione relative agli esercizi 2014 e 2015 anche i compensi riconosciuti per la carica di Amministratore Delegato risultano sostanzialmente allineati nei due esercizi.

c. vorrei conoscere RAPPORTO FRA COSTO MEDIO DEI DIRIGENTI/E NON.

Il costo medio del personale della ASTM S.p.A. risulta il seguente:

- impiegati e operai : 68,4 migliaia di euro
- dirigenti : 205,7 migliaia di euro

Pertanto, il rapporto tra il costo medio dei dirigenti e quello degli impiegati risulta pari a 3.

d. vorrei conoscere NUMERO DEI DIPENDENTI SUDDIVISI PER CATEGORIA, CI SONO STATE CAUSE PER MOBBING, PER ISTIGAZIONE AL SUICIDIO, INCIDENTI SUL LAVORO e con quali esiti ? PERSONALMENTE NON POSSO ACCETTARE IL DOGMA DELLA RIDUZIONE ASSOLUTA DEL PERSONALE

Il numero medio dei dipendenti 2015 della ASTM S.p.A. è pari a 33 dipendenti (pag. 105 del fascicolo di bilancio).

Nel corso del 2015, non si sono verificati incidenti sul lavoro per quanto riguarda la ASTM S.p.A..

e. Quanti sono stati i dipendenti inviati in mobilità pre pensionamento e con quale età media

Non vi sono dipendenti di ASTM S.p.A. in mobilità ed oggetto di prepensionamento.

61) vorrei conoscere se si sono comperate opere d'arte ? da chi e per quale ammontare ?

L'ASTM S.p.A. non ha acquistato opere d'arte.

62) vorrei conoscere in quali settori si sono ridotti maggiormente i costi, esclusi i vs stipendi che sono in costante rapido aumento.

Come risulta da quanto riportato nel fascicolo di bilancio alle pagg. 104 e 105 i costi operativi relativi al 2015 (al netto delle componenti "non ricorrenti" ed ai costi sostenuti in relazione al processo di acquisizione del co-controllo di Ecorodovias Infrastruttura e Logistica S.A.) sono rimasti sostanzialmente allineati al dato del precedente esercizio.

Come riportato nella precedente risposta al quesito 60.b, le retribuzioni dei dipendenti della ASTM S.p.A., nel 2015, risultano sostanzialmente allineate ai corrispondenti dati del 2014.

*Amministratore Delegato*



*Per quanto concerne la remunerazione dei componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, sulla base di quanto si evince dalla "Relazione sulla remunerazione predisposta ai sensi degli artt. 123 ter del TUF e 84 quater del Regolamento Emittenti", il dato relativo all'esercizio 2015 risulta anch'esso allineato a quello del 2014 (1,8 milioni di euro nel 2015 vs 1,8 milioni di euro nel 2014).*

63) vorrei conoscere. VI SONO SOCIETA' DI FATTO CONTROLLATE (SENSI C.C) MA NON INDICATE NEL BILANCIO CONSOLIDATO ?

*Non sono presenti.*

64) vorrei conoscere. CHI SONO I FORNITORI DI GAS DEL GRUPPO QUAL'E' IL PREZZO MEDIO.

*Il Gruppo ASTM acquista il gas per i propri uffici e strutture dagli operatori presenti sul mercato. I prezzi di acquisto sono in linea con quelli praticati sul mercato di riferimento.*

65) vorrei conoscere a quanto ammontano le consulenze pagate a società facenti capo al dr. Bragiotti, avv. Guido Rossi, Erede e Berger ?

*Non ci sono rapporti di consulenza con i sopramenzionati Soggetti.*

66) vorrei conoscere. A quanto ammonta la % di quota italiana degli investimenti in ricerca e sviluppo ?

*L'ASTM S.p.A. non effettua attività di ricerca e sviluppo.*

67) VORREI CONOSCERE I COSTI per le ASSEMBLEE e per cosa ?

*I costi "esterni" sostenuti relativamente alle Assemblee ammontano a circa 47,2 migliaia di euro e comprendono: pubblicazioni degli avvisi sui quotidiani, traduzione dei documenti societari, spese notarili, depositi presso Camera di Commercio, ecc.*

68) VORREI CONOSCERE I COSTI per VALORI BOLLATI

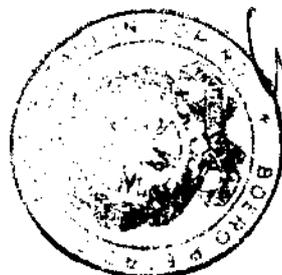
*I costi dei valori bollati sostenuti da ASTM S.p.A. nel corso del 2015 ammontano a circa 100 euro.*

69) Vorrei conoscere la tracciabilità dei rifiuti tossici.

*Non applicabile per l'ASTM S.p.A..*

70) QUALI auto hanno il Presidente e l'ad e quanto ci costano come dettaglio dei benefits riportati nella relazione sulla remunerazione ?

*L'ASTM S.p.A. non corrisponde "benefici non monetari" (i.e. auto aziendali) al Presidente ed all'Amministratore Delegato.*



71) Dettaglio per utilizzatore dei costi per elicotteri ed aerei aziendali. Quanti sono gli elicotteri di che marca e con quale costo orario ed utilizzati da chi ?  
se le risposte sono " Le altre domande non sono pertinenti rispetto ai punti all'ordine del giorno " denuncio tale reticenza al collegio sindacale ai sensi dell'art.2408 cc.

*ASTM S.p.A. non possiede né aerei né elicotteri aziendali.*

*Nel corso del 2015 le spese sostenute dalla ASTM S.p.A. per viaggi aerei/noleggio di aeromobili ammontano complessivamente a 555 migliaia di euro.*

72) A quanto ammontano i crediti in sofferenza ?

*Non sono presenti crediti in sofferenza, al 31.12.2015, in capo a ASTM S.p.A..*

73) CI SONO STATI CONTRIBUTI A SINDACATI E O SINDACALISTI SE SI A CHI A CHE TITOLO E DI QUANTO ? No.

74) C'e' e quanto costa l'anticipazione su cessione crediti % ?

*Non sono presenti, in capo ad ASTM S.p.A., operazioni di anticipazione a fronte di cessione dei crediti al 31.12.2015.*

75) C'e' il preposto per il voto per delega e quanto costa? Se la risposta e' :

*"Il relativo costo non è specificamente enucleabile in quanto rientra in un più ampio insieme di attività correlate all'assemblea degli azionisti." Oltre ad indicare gravi mancanze nel sistema di controllo , la denuncio al collegio sindacale ai sensi dell'art.2408 cc.*

*La Società - per l'Assemblea del 28 aprile 2016 - non ha provveduto a nominare il "rappresentante designato", quale previsto dall'art. 135-undecies del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF).*

76) A quanto ammontano gli investimenti in titoli pubblici ?

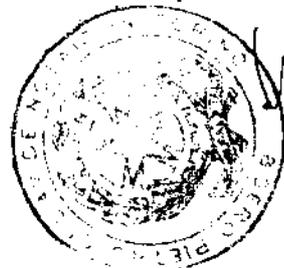
*Al 31 dicembre 2015 la società non deteneva in portafoglio titoli pubblici.*

77) Quanto e' l'indebitamento INPS e con l'AGENZIA DELLE ENTRATE?

*Come risulta dal bilancio di ASTM S.p.A. al 31 dicembre 2015 il debito verso l'Agenzia delle Entrate è pari a circa 647 migliaia di euro ed è relativo principalmente a debiti per IRPEF in qualità di sostituto d'imposta e al debito IVA; il debito verso l'INPS ammonta a circa 189 migliaia di euro.*

78) Se si fa il consolidato fiscale e a quanto ammonta e per quali aliquote ?

*Nell'esercizio 2015 la ASTM S.p.A. ha partecipato al consolidato fiscale della controllante Aurelia S.r.l.; al 31 dicembre 2015 il debito IRES verso la sopracitata società risulta pari a 0,1 milioni di euro, calcolato sulla base dell'aliquota IRES del 27,5% prevista ai sensi di legge.*



79) Quanto e' il margine di contribuzione dello scorso esercizio ?

Nel fascicolo di bilancio al 31 dicembre 2015 posto a disposizione degli Azionisti è riportata - a pag.164 - lo schema relativo alla "segment information" dalla quale posso essere desunti anche i margini operativi per settore.

VISTO PER INSERZIONE E DEPOSITO:

~~dieci~~ dieci maggio due mila sedici

Giacca Maria Grazia - Pietro  
Abulato

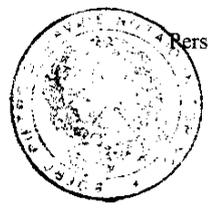


**ASTM SPA**

**Assemblea ordinaria e straordinaria dei soci del 28 aprile 2016**

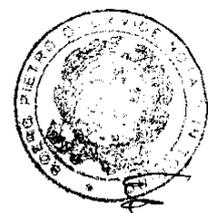
COMUNICAZIONE DEL PRESIDENTE ALL'ASSEMBLEA

Sono presenti n. 380 aventi diritto partecipanti all'Assemblea, in proprio o per delega, per complessive n. 65.601.918 azioni ordinarie, regolarmente depositate ed aventi diritto ad altrettanti voti, che rappresentano il 74,548 % di n. 88.000.000 azioni ordinarie.



Persone fisicamente presenti in sala: 17

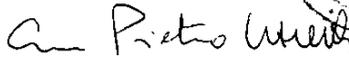
*San Rita* *Umb*



ASTM SPA n. 169637 di deposito e n. 10964

## ELENCO INTERVENUTI

N°	Aventi diritto	Rappresentante	Delegato	Azioni in proprio	Azioni per delega	% sulle azioni ord.	E	U	E	U	E	U	E
1	JOHN HANCOCK VARIABLE INSURANCE TRUST INTL CORE TRUST		FEDELE LOREDANA		16.066	0,018	11,00						
2	LEGAL AND GENERAL COLLECTIVE INVESTMENT TRUST		FEDELE LOREDANA		694	0,001	11,00						
3	LEGAL AND GENERAL ASSURANCE PENSIONS MANAGEMENT LIMITED		FEDELE LOREDANA		2.798	0,003	11,00						
4	OLD WESTBURY SMALL AND MID CAP FUND		FEDELE LOREDANA		24.730	0,028	11,00						
5	OIL INVESTMENT CORPORATION LTD. - ESM C/O NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		30	0,000	11,00						
6	NUMERIC MULTI STRATEGY MARKET NEUTRAL LEVERED OFFSHORE FUND LIMITED		FEDELE LOREDANA		185	0,000	11,00						
7	NUMERIC MULTI STRATEGY MARKET NEUTRAL LEVERED OFFSHORE FUND LIMITED		FEDELE LOREDANA		35	0,000	11,00						
8	NUMERIC SOCIALLY AWARE MULTI STRATEGY FUND LTD		FEDELE LOREDANA		66	0,000	11,00						
9	NUMERIC ABSOLUTE RETURN FUND LP OGIER FIDUCIARY SERVICES (BVI) LTD		FEDELE LOREDANA		14	0,000	11,00						
10	NUMERIC SOCIALLY AWARE MULTI STRATEGY FUND LTD ESMSAMN CO NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		12	0,000	11,00						
11	BOSTON PATRIOT CONGRESS ST LLC C/O PANAGORA ASSET MANAGEMENT, INC.		FEDELE LOREDANA		85	0,000	11,00						
12	AJO GLOBAL MARKET-NEUTRAL FUND LTD		FEDELE LOREDANA		2.922	0,003	11,00						
13	HIGHMARK LIMITED HIGHMARK LONG SHORT EQUITY 2 CO PANAGORA ASSET MANAGEMENT INC		FEDELE LOREDANA		31	0,000	11,00						
14	COLONIAL FIRST STATE INVESTMENTS LIMITED		FEDELE LOREDANA		51.283	0,058	11,00						
15	JOHN HANCOCK FUNDS III INTERNATIONAL CORE FUND		FEDELE LOREDANA		19.934	0,023	11,00						
16	HEB BRAND SAVINGS AND RETIREMENT PLAN TRUST		FEDELE LOREDANA		13.695	0,016	11,00						
17	HEB BRAND SAVINGS AND RETIREMENT PLAN TRUST		FEDELE LOREDANA		15.779	0,018	11,00						
18	PANAGORA DYNAMIC INTERNATIONAL EQUITY EXTENDED ALPHA FUND LLC		FEDELE LOREDANA		183	0,000	11,00						
19	TWO SIGMA EQUITY PORTFOLIO, LLC		FEDELE LOREDANA		204	0,000	11,00						
20	TWO SIGMA SPECTRUM PORTFOLIO LLC.		FEDELE LOREDANA		224	0,000	11,00						
21	OIL INVESTMENT CORPORATION LTD.		FEDELE LOREDANA		145	0,000	11,00						
22	NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		137.102	0,156	11,00						
23	PANAGORA DIVERSIFIED ARBITRAGE MASTER FUND LTD		FEDELE LOREDANA		3.629	0,004	11,00						
24	NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		11.283	0,013	11,00						
25	SONOMA COUNTY EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION		FEDELE LOREDANA		6.279	0,007	11,00						
26	CELANESE AMERICAS RETIREMENT PENSION PLAN		FEDELE LOREDANA		6.190	0,007	11,00						
27	ARROWSTREET EAFE ALPHA EXTENSION FUND II		FEDELE LOREDANA		79.090	0,090	11,00						
28	TEACHERS' RETIREMENT SYSTEM OF THE STATE OF ILLINOIS		FEDELE LOREDANA		48.938	0,056	11,00						
29	FIDELITY RUTLAND SQUARETRUST II: STRATEGIC ADVISERS INT F		FEDELE LOREDANA		16.984	0,019	11,00						
30	DUPONT PENSION TRUST		FEDELE LOREDANA		49.741	0,057	11,00						
31	INTERNATIONAL PAPER CO COMMINGLED INVESTMENT GROUP TRUST		FEDELE LOREDANA		8.761	0,010	11,00						
32	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH FOR DBI-FONDS SFT 4		FEDELE LOREDANA		5.172	0,006	11,00						
33	STATE STREET GLOBAL ADVISORS LUXEMBOURG SICAV		FEDELE LOREDANA		11.049	0,013	11,00						
34	ARIZONA STATE RETIREMENT SYSTEM		FEDELE LOREDANA		6.314	0,007	11,00						
35	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FUND		FEDELE LOREDANA		49.087	0,056	11,00						
36	RP RENDITE PLUS		FEDELE LOREDANA		2.660	0,003	11,00						
37	RP RENDITE PLUS		FEDELE LOREDANA		2.483	0,003	11,00						





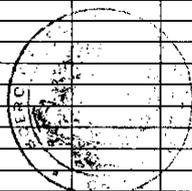








263	ISHARES CORE MSCI EAFE ETF	FEDELE LOREDANA		31.794	0,036	11,00			
264	ISHARES MSCI EUROPE SMALL-CAP ETF	FEDELE LOREDANA		2.188	0,002	11,00			
265	ZEBRA GLOBAL EQUITY ADVANTAGE FUND LP	FEDELE LOREDANA		12	0,000	11,00			
266	ZEBRA GLOBAL LIQUIDITY ARBITRAGE FUND LP	FEDELE LOREDANA		10.117	0,011	11,00			
267	GOVERNMENT OF NORWAY	FEDELE LOREDANA		1.497.819	1,702	11,00			
268	ACTIVE EXTENSION FUND III LLC	FEDELE LOREDANA		13.332	0,015	11,00			
269	COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND	FEDELE LOREDANA		123.095	0,140	11,00			
270	PARAMETRIC INTERNATIONAL EQUITY FUND	FEDELE LOREDANA		2.449	0,003	11,00			
271	GOLDMAN SACHS FUNDS	FEDELE LOREDANA		2.000	0,002	11,00			
272	CONSOLIDATED EDISON RETIREMENT PLAN	FEDELE LOREDANA		40.869	0,046	11,00			
273	FIRST ASSET MORNINGSTAR INTERNATIONAL VALUE INDEX ETF	FEDELE LOREDANA		13.292	0,015	11,00			
274	THRIVENT PARTNER WORLDWIDE ALLOCATION FUND	FEDELE LOREDANA		15.467	0,018	11,00			
275	THRIVENT PARTNER WORLDWIDE ALLOCATION PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA		32.390	0,037	11,00			
276	LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA		4.077	0,005	11,00			
277	LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA		21.422	0,024	11,00			
278	VANGUARD FTSE DEVELOPED EUROPE ALL CAP INDEX ETF	FEDELE LOREDANA		411	0,000	11,00			
279	VANGUARD FTSE DEVELOPED ALL CAP EX NORTH AMERICA INDEX ETF	FEDELE LOREDANA		93	0,000	11,00			
280	PLUMBING & MECHANICAL SERV (UK) INDUSTRY	FEDELE LOREDANA		8.247	0,009	11,00			
281	OAM EUROPEAN VALUE FUND	FEDELE LOREDANA		599.928	0,682	11,00			
282	GOLDMAN SACHS STRUCTURED INTERNATIONAL T	FEDELE LOREDANA		6.147	0,007	11,00			
283	GOLDMAN SACHS INTERN SMALL CAP INSIGHT F	FEDELE LOREDANA		134.855	0,153	11,00			
284	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	FEDELE LOREDANA		113.707	0,129	11,00			
285	ONEPATH GLOBAL SHARES - SMALL CAP INDEX	FEDELE LOREDANA		1.381	0,002	11,00			
286	FD INTERNATIONAL SHARE FUND 1	FEDELE LOREDANA		22.631	0,026	11,00			
287	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	FEDELE LOREDANA		1.533	0,002	11,00			
288	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	FEDELE LOREDANA		5.083	0,006	11,00			
289	SCHRODER GLOBAL ACTIVE VALUE FUND	FEDELE LOREDANA		42.876	0,049	11,00			
290	SCHRODER INTERNATIONAL MULTI-CAP VALUE FUND	FEDELE LOREDANA		17.734	0,020	11,00			
291	SCHRODER GLOBAL MULTI-CAP VALUE PORTFOLIO L.P	FEDELE LOREDANA		2.773	0,003	11,00			
292	JPMORGAN FUND ICVC - JPM EUROPE FUND	FEDELE LOREDANA		38.960	0,044	11,00			
293	VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX	FEDELE LOREDANA		365.556	0,415	11,00			
294	JPMORGAN SAR EUROPEAN FUND	FEDELE LOREDANA		94.758	0,106	11,00			
295	JPMORGAN EUROPEAN INVESTMENT TRUST PLC	FEDELE LOREDANA		51.205	0,058	11,00			
296	JPMORGAN EUROPEAN INVESTMENT TRUST PLC	FEDELE LOREDANA		33.918	0,039	11,00			
297	VANGUARD INTERNATIONAL SMALL COMPANIES I	FEDELE LOREDANA		2.314	0,003	11,00			
298	VANGUARD GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA		2.720	0,003	11,00			
299	SCHRODER OEP GLOBAL ACTIVE VALUE FUND	FEDELE LOREDANA		90.274	0,103	11,00			
300	TRUST AND CUSTODY SERVICED BANK LIMITED	FEDELE LOREDANA		2.623	0,003	11,00			
301	PIM INVESTMENTS, INC	FEDELE LOREDANA		2.488	0,002	11,00			
302	VANGUARD EUROPEAN STOCK INDEX FUND	FEDELE LOREDANA		82.021	0,093	11,00			
303	VANGUARD DEVELOPED MARKETS INDEX FUND	FEDELE LOREDANA		81.412	0,093	11,00			
304	VANGUARD TOTAL WORLD STOCK INDEX FUND	FEDELE LOREDANA		3.541	0,004	11,00			
305	VANGUARD FTSE ALL WORLD SMALL CAP IND FU	FEDELE LOREDANA		49.712	0,056	11,00			
306	JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC	FEDELE LOREDANA		114.624	0,130	11,00			
307	JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC	FEDELE LOREDANA		249.503	0,284	11,00			



*Handwritten signature and initials*







**ASSEMBLEA STRAORDINARIA**  
**28 APRILE 2016 - ORE 11.00 UNICA CONVOCAZIONE**

**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI SULLA PROPOSTA DI AUMENTO DI CAPITALE, A PAGAMENTO, CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE, REDATTA AI SENSI DELL' ART. 2441, SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE E DELL'ART. 72 DEL REGOLAMENTO ADOTTATO CON DELIBERAZIONE CONSOB 14 MAGGIO 1999 N. 11971 E SUCCESSIVE MODIFICHE.**

**14 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



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*

Aumento del capitale sociale a pagamento 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 codice civile, 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. e di Codelfa S.p.A. delle partecipazioni da esse detenute in Itinera S.p.A.; conseguente modificazione dell'art. 5 (Misura del Capitale) dello statuto sociale; deliberazioni inerenti e conseguenti.

\*\*\*

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di ASTM S.p.A. ("ASTM" o la "Società") Vi ha convocati in Assemblea Straordinaria per sottoporre alla Vostra approvazione la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento per un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 128.023.704,00, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento di partecipazioni azionarie (l'"Aumento di Capitale" o l'"Operazione").

I profili giuridico-economici della proposta di Aumento di Capitale sono descritti nella presente relazione illustrativa (la "Relazione") in conformità a quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell'articolo 72 del Regolamento adottato con Deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche ed integrazioni (il "Regolamento Emittenti").

\*\*\*\*\*

## 1. DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'OPERAZIONE

### 1.1 Illustrazione dell'Operazione

A seguito di interlocuzioni fra la Società e la capogruppo Argo Finanziaria S.p.A. ("Argo") è emersa l'opportunità per ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera S.p.A. ("Itinera"), società in cui ASTM già detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A., di seguito "SATAP", a sua volta controllata da SIAS - Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., di seguito "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.

Alla data della presente Relazione il capitale sociale di Itinera risulta così ripartito:

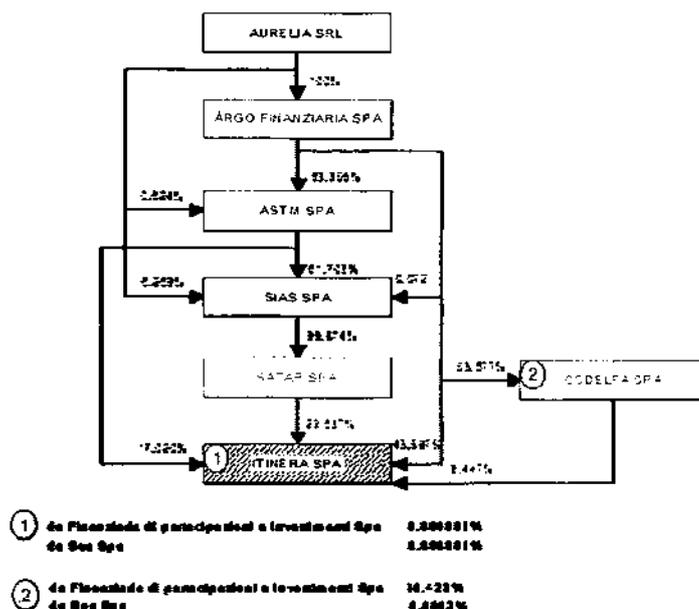
Socio	N. azioni	% capitale
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA Segnaletica Stradale 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 di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo in corso di completamento, 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, da Argo e dalla sua controllata Codelfa S.p.A. ("Codelfa" e congiuntamente a Argo, le "Conferenti"), le quali verranno pertanto a detenere in via diretta una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,9% ed al 9,45% del capitale sociale di Itinera (il "Conferimento" o le "Partecipazioni Oggetto di Conferimento").

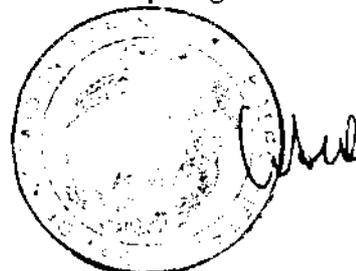
Pertanto, ad esito dei predetti trasferimenti, l'assetto partecipativo in Itinera assumerà la seguente configurazione:



Al fine di consentire ad ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, in modo da realizzare gli obiettivi industriali di seguito illustrati, Argo e Codelfa si sono rese disponibili a conferire in natura le partecipazioni che verranno a detenere nel capitale sociale di Itinera. A questo proposito, il Consiglio di Amministrazione di ASTM riunitosi in data 14 marzo 2016, previo parere favorevole del comitato per le operazioni con parti correlate (su cui si veda *infra*), ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci la proposta di Aumento di Capitale riservato alle Conferenti e funzionale al conferimento integrale in favore di ASTM, da parte di Argo e Codelfa, delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

L'operazione di Aumento di Capitale si qualifica come "operazione con parti correlate di maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010, come successivamente modificato, e della procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM in data 26 novembre 2010, come successivamente modificata (la "Procedura OPC"). La predetta Procedura OPC è stata debitamente espletata e si è conclusa con il rilascio del parere favorevole al perfezionamento dell'operazione di Aumento di Capitale da parte del comitato controllo e rischi di ASTM composto dagli amministratori indipendenti Prof. Flavio Dezzani (Presidente), Ing. Giuseppe Garofano e Ing. Barbara Poggiali (il "Comitato OPC"), anche tenuto conto del parere favorevole dell'*advisor* indipendente Prof. Sandro Frova nominato dal Comitato OPC medesimo.

Maggiori dettagli sui termini e le condizioni dell'Aumento di Capitale sono forniti nel prosieguo della presente Relazione.



## 1.2 Motivazioni industriali e riflessi sui programmi gestionali della Società

L'Aumento di Capitale descritto nella presente Relazione ha una significativa valenza industriale per la Società e il suo gruppo.

In primo luogo, 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.

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.

## 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 (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, del cod. civ., 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 (1° gennaio 2016). 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 e conseguentemente azionista di controllo esclusivo di Itinera, fatta eccezione per n. 1 azione di cui resterà titolare SEA - Segnaletica Stradale S.p.A..

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, 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 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.

Dal momento che l'Aumento di Capitale costituisce un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, su di essa si è espresso favorevolmente il Comitato OPC supportato dall'*advisor* indipendente Prof. Sandro Frova, nominato dal Comitato OPC medesimo. Si segnala inoltre che il Consiglio di Amministrazione, ai fini dell'assunzione delle proprie determinazioni, si è avvalso del supporto dell'*advisor* finanziario Nomura International Plc ("Nomura").

Ai fini della realizzazione dell'Operazione, ASTM e le Conferenti hanno negoziato un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") volto a 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.

Inoltre, dal momento che lo Statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Conferenti e ASTM hanno negoziato con gli altri soci di Itinera (e in particolare con SATAP e la sua controllante SIAS) un accordo ancillare (l'"**Accordo Ancillare**") (la cui stipula costituisce condizione sospensiva dell'Operazione) con cui questi ultimi hanno rinunciato all'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, per attribuire a SATAP (in qualità di socio di minoranza significativa di Itinera) una rappresentanza nel consiglio di amministrazione proporzionata alla misura della sua partecipazione sociale e un diritto di co-vendita - *tag along* - (bilanciato da un diritto di trascinamento - *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 consti il consenso unanime dei soci.

Tenuto conto degli adempimenti previsti dalla normativa applicabile alle operazioni di aumento di capitale, è attualmente previsto che l'Aumento di Capitale sia eseguito entro la chiusura del primo semestre dell'esercizio sociale 2016.

### 3. **RAGIONI DEL CONFERIMENTO, VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO E DETERMINAZIONE AUMENTO DI CAPITALE ASTM**

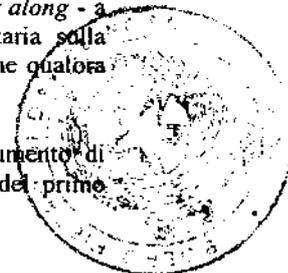
#### 3.1 **Ragioni del Conferimento**

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.

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

Pertanto, in relazione al Conferimento, l'Aumento di Capitale in natura di cui alla presente relazione



*Adamo*

*Fazio*

*Enzo*



illustrativa 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.

E' 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.

Come già segnalato, nell'ambito di tali analisi e valutazioni, il Consiglio di Amministrazione di ASTM si è anche avvalso 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.

### 3.2.1 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 e 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.

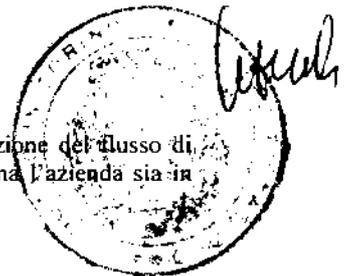
### **3.2.2 Criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ordinarie ASTM e sua congruità**

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 delle 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 12 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 stato 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.

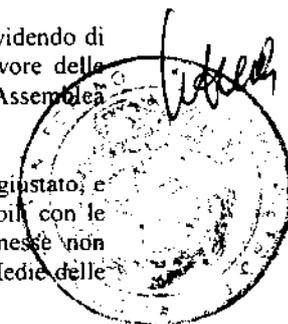
Nell'ambito delle negoziazioni tra ASTM e le Conferenti utili alla conclusione dell'Accordo di Investimento, le Conferenti hanno accettato che le nuove azioni ASTM da emettere a fronte del Conferimento fossero valutate Euro 11,64 ciascuna ("**Valore di Emissione**").

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 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 correttamente comparabili con le medie sopra riportate 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 delle 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 connesso alla sopra descritta *structural subordination* a cui la Società è soggetta, debba essere considerato alla fine 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, e 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.

### 3.3 Indicazione del numero, della data di godimento e del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'aumento di capitale

A seguito del Conferimento e del connesso Aumento di Capitale in natura, la Società emetterà fino ad un massimo di n. 10.998.600 nuove azioni ordinarie, con godimento regolare (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 nel Mercato Telematico Azionario. Le nuove azioni ASTM saranno oggetto di richiesta da parte della Società di ammissione a quotazione nel 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 11,44 a titolo di sovrapprezzo.

Le nuove azioni ASTM (i) verranno emesse alla data in cui le Partecipazioni Oggetto di Conferimento saranno girate in favore di ASTM e (ii) verranno assegnate alle Conferenti ad esito delle verifiche ex art. 2343-quater cod. civ.

#### 4. COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE

La seguente tabella mostra, sulla base delle informazioni disponibili, la variazione delle percentuali partecipative conseguenti all'Aumento di Capitale per gli azionisti che detengono partecipazioni ASTM rilevanti ai sensi dell'art. 120 del D. Lgs. 58/1998 ("TUF").

Socio	% Ante Aumento di Capitale	% Post Aumento di Capitale
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 la posizione di controllo di diritto esclusivo nel capitale sociale di ASTM.

Sulla base delle informazioni disponibili, alla data odierna non risultano in essere patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del TUF sulle azioni di ASTM.

#### 5. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ

Il Conferimento non produrrà l'emersione di redditi imponibili ai fini delle imposte sui redditi in capo ad ASTM. Sotto il profilo tributario detta Operazione potrà assumere rilevanza solo ai fini delle imposte dirette per le Conferenti.

In capo a queste ultime, infatti, sulla base delle norme tributarie in vigore alla data del conferimento, potranno verificarsi i presupposti per la tassazione di eventuali plusvalenze emergenti dalla differenza tra il valore di realizzo delle azioni di nuova emissione ricevute e l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto delle azioni conferite.

Si ricorda che ai sensi dell'articolo 175, comma primo, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi ("TUIR"), per i conferimenti di partecipazioni di controllo o di collegamento ai sensi dell'articolo 2359 del cod. civ., si considera valore di realizzo quello attribuito alle partecipazioni, ricevute per effetto del conferimento, nelle scritture contabili del soggetto conferente, ovvero, se superiore, quello attribuito alle partecipazioni conferite nelle scritture contabili del soggetto conferitario.

Inoltre, l'articolo 177, secondo comma, del TUIR, dispone che le azioni o quote ricevute a seguito di conferimenti mediante i quali la società conferitaria acquisisce il controllo di una società ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1), del cod. civ. ovvero incrementa, in virtù di un obbligo legale o di un vincolo statutario, la percentuale di controllo, sono valutate, ai fini della determinazione del reddito del conferente, in base alla corrispondente quota delle voci di patrimonio netto formato dalla società conferitaria per effetto del conferimento.



La fattispecie dell'art. 177, secondo comma del TUIR<sup>1</sup> si distingue da quella regolamentata dall'art. 175, primo comma, in quanto quest'ultima si riferisce alle sole ipotesi in cui il conferimento abbia ad oggetto partecipazioni già di controllo o di collegamento.

Nel caso in questione, considerato che le Partecipazioni Oggetto di Conferimento – trasferite contestualmente nell'ambito dell'Operazione in oggetto – consentiranno ad ASTM di acquisire il controllo di Itinera, si rende applicabile la disciplina recata dall'art. 177, secondo comma, del TUIR, ai sensi del quale le azioni ricevute per effetto del conferimento sono valutate, ai fini della determinazione del reddito del conferente, in base alla corrispondente quota delle voci di patrimonio netto formato dalla società conferitaria per effetto del conferimento.

Tale valore acquisirà rilevanza tributaria quale costo fiscalmente riconosciuto.

Sotto il profilo IVA, il conferimento rappresenta un'operazione esente da IVA ex art. 10, n. 4), D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 633 per i soggetti che effettuano il conferimento nell'ambito di attività d'impresa.

L'atto di conferimento sarà assoggettato ad imposta di registro in misura fissa.

## 6. MODIFICHE STATUTARIE

Alla data di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Torino della delibera assembleare di approvazione dell'Aumento di Capitale avrà luogo la modifica dell'articolo 5 dello statuto sociale di seguito indicata.

Testo Vigente	Testo proposto
<b>Articolo 5 (Misura del capitale)</b>	<b>Articolo 5 (Misura del capitale)</b>
<p>Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000,00 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale.</p>	<p>Comma invariato.</p> <p>Con delibera in data 28 aprile 2016 l'assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00, oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento</p>

<sup>1</sup> Applicabile anche alle riorganizzazioni effettuate all'interno di gruppi societari, come confermato dalla Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.33/E del 17 giugno 2010.

	in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e da Codelfa S.p.A. in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del relativo capitale sociale.
--	--

Le modifiche dello statuto sociale sopra illustrate non danno luogo ad alcun diritto di recesso in capo ai soci di ASTM che non avranno concorso alle deliberazioni oggetto della presente Relazione.

\* \* \*

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione intende sottoporre alla Vostra approvazione la seguente proposta di delibera.

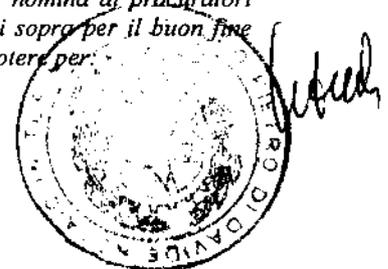
### Proposta

*"L'Assemblea Straordinaria degli azionisti di ASTM S.p.A.*

- *esaminata la Relazione del Consiglio di Amministrazione e la proposta ivi formulata;*
- *preso atto: (i) del parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni ASTM di nuova emissione espresso, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell'art. 158 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.; (ii) della relazione predisposta dall'esperto indipendente Prof. Enrico Cotta Ramusino ai sensi degli artt. 2440, comma 2, e 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ.; e (iii) dell'attestazione del Collegio Sindacale che il capitale sociale di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni virgola zero zero) è interamente sottoscritto, versato ed esistente;*
- *preso atto del parere favorevole sull'Operazione espresso dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di ASTM S.p.A.;*

### delibera

- 1) *di approvare la proposta di aumento di capitale, a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00, oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00, da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo), da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del relativo capitale sociale;*
- 2) *di fissare al 31 dicembre 2016 il termine ultimo per dare esecuzione all'aumento di capitale;*
- 3) *di modificare l'art. 5 dello statuto sociale inserendovi un nuovo capoverso nel testo qui di seguito indicato: " Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale. Con delibera in data 28 aprile 2016 l'assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00, oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del relativo capitale sociale."*
- 4) *di conferire al Consiglio di Amministrazione con facoltà di subdelega e di nomina di procuratori speciali, ogni più ampio potere per dare attuazione alle deliberazioni di cui sopra per il buon fine dell'operazione, ivi inclusi, a titolo meramente indicativo e non esaustivo, il potere per:*



- (i) *compiere e stipulare tutti gli atti necessari in ordine all'esecuzione dell'aumento di capitale come anzi deliberato con espressa autorizzazione, tra l'altro, a titolo indicativo e non tassativo, di definire il conferimento nella sua esatta consistenza, ed in genere, compiere qualsiasi atto, anche rettificativo, precisativo od integrativo necessario od opportuno e procedere alle relative contabilizzazioni;*
- (ii) *procedere agli adempimenti previsti dall'art. 2343-quater cod. civ.;*
- (iii) *assegnare, osservate le norme di legge, le azioni spettanti quali corrispettivi dei conferimenti delle partecipazioni, determinandone il godimento;*
- (iv) *predisporre e presentare ogni documento richiesto ai fini dell'esecuzione dell'aumento di capitale deliberato, anche ai sensi dell'art. 2444 cod. civ., modificando l'articolo 5 dello statuto sociale relativamente all'espressione numerica del capitale sociale ed al numero delle azioni e depositare, quindi, presso il competente Registro delle Imprese lo statuto sociale aggiornato, nonché adempiere alle formalità necessarie per procedere all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni di nuova emissione, ivi incluso il potere di provvedere alla predisposizione e alla presentazione alle competenti Autorità di ogni domanda, istanza, documento o prospetto allo scopo necessario o opportuno;*
- (v) *apportare alle deliberazioni adottate ogni modifica e/o integrazione che si rendesse necessaria e/o opportuna, anche a seguito di richiesta di ogni autorità competente ovvero in sede di iscrizione, e in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato.*

\*\*\*

Tortona, 14 marzo 2016

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

(Prof. Gian Maria Gros-Pietro)



*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

**Professor Enrico Cotta Ramusino**

**Relazione di stima del valore del capitale economico di Itinera Spa ai**

**sensi dell'articolo 2343 ter del codice civile**

**Pavia - 4 aprile 2016**



*Handwritten signature*

*Handwritten mark*

## Indice

### 1. L'incarico, l'operazione societaria e le sue finalità

- 1.2 Le fasi dell'operazione
- 1.3 La documentazione esaminata
- 1.4 Contenuto e limiti dell'incarico

### 2. Itinera

- 2.1 La dinamica economica e patrimoniale 2010 - 2015
- 2.2 Backlog e nuove acquisizioni 2010 - 2015
- 2.3 Le prospettive e la ricomposizione geografica del mix della produzione

### 3. La valutazione di Itinera operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto dell'advisor Nomura e la fairness opinion emessa da Nomura

### 4. Il parere espresso dal Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate con il supporto dell'advisor designato dallo stesso Comitato

### 5. La valutazione operata dallo scrivente

- 5.1 La metodologia valutativa utilizzata ai fini della valutazione di Itinera
- 5.2 La data di riferimento della valutazione
- 5.3 I dati prospettici assunti a riferimento per la valutazione
- 5.4 Il costo medio ponderato del capitale assunto ai fini della valutazione
- 5.5 Lo sviluppo della valutazione con la metodologia reddituale
- 5.6 Sintesi della valutazione operata con la metodologia reddituale
- 5.7 Osservazioni circa il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico di Itinera (Equity Value) e l'informazione patrimoniale
- 5.8 La valutazione a fini di controllo operata con la metodologia dei multipli di mercato

### 6. Conclusioni



### 1. L'incarico, l'operazione societaria e le sue finalità

Il sottoscritto, Professor Enrico Cotta Ramusino, Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Pavia, è stato incaricato dai Consigli di Amministrazione della Società ASTM Spa (d'ora in avanti ASTM), conferitaria, e delle Società Argo Finanziaria Spa (d'ora in avanti Argo) e Codelfa Spa (d'ora in avanti Codelfa), società conferenti, di effettuare, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile, la valutazione della società Itinera Spa (d'ora in avanti Itinera o Società) le partecipazioni nella quale saranno oggetto di conferimento da parte delle stesse Argo e Codelfa in ASTM.

L'operazione si realizzerà con un aumento di capitale sociale a pagamento da parte di ASTM per un importo complessivo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di euro 128.023.704,00, riservato e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del codice civile, 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 e Codelfa delle partecipazioni da esse detenute in Itinera.

Il conferimento delle partecipazioni in ASTM verrà operato da:

- Argo, per il 43,90% del capitale di Itinera;
- Codelfa, per il 9,45% del capitale di Itinera.

La misura dell'aumento di capitale di ASTM proposta dal Consiglio di Amministrazione di ASTM all'Assemblea degli azionisti (euro 128.023.704,00) per il 53,3% del capitale sociale di Itinera, corrisponde ad un Equity Value complessivo della società Itinera di 240 milioni di euro.



\*\*\*\*\*

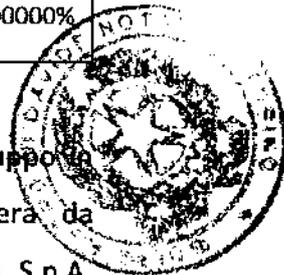
Alla data della presente Relazione, il capitale sociale di Itinera risulta così suddiviso:

Socio	N. azioni	% capitale
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%
Totale	81.596.000	100,000000%

Nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo in corso di completamento, 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, da Argo e dalla sua controllata Codelfa, che verranno pertanto a detenere, in via diretta, una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,90% ed al 9,45% del capitale sociale di Itinera; tali partecipazioni saranno successivamente oggetto di conferimento in ASTM.

ASTM è una holding di partecipazioni il cui principale asset è rappresentato da SIAS Spa, a propria volta holding di partecipazioni in numerose società concessionarie del settore autostradale italiano. ASTM è una società quotata alla Borsa Italiana ed è sottoposta alla attività di direzione e coordinamento di Argo.

Codelfa è una società immobiliare sottoposta alla attività di direzione e coordinamento della stessa Argo.



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

Argo, a propria volta, controlla il 53,4% di ASTM; ASTM detiene già, direttamente, il 17,02% di Itinera (ed indirettamente, per il tramite delle partecipate SIAS Spa e SATAP Spa, il 29,64%, per un totale complessivo del 46,66%). Ad esito dei conferimenti delle partecipazioni in Itinera oggi detenute da Argo e Codelfa, la stessa ASTM sarà titolare di una partecipazione diretta in Itinera pari al 70,36% (ed indirettamente di una partecipazione pari alla totalità del capitale, ad eccezione di due azioni delle quali risulteranno detentrici SEA - Segnaletica Stradale SpA, e Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti SpA, società controllate da Argo).

L'operazione societaria nell'ambito della quale si colloca il presente incarico di valutazione conferito allo scrivente si inquadra in più ampio piano di riorganizzazione societaria del "Gruppo Aurelia/Argo.

Attraverso l'operazione societaria in corso di realizzazione, ASTM mira a rafforzare la propria presenza nel business delle concessioni "green field"<sup>1</sup>, in relazione alle quali si prospettano vantaggi e sinergie in conseguenza dell'integrazione tra concessionario e costruttore.

In questo senso, l'acquisizione del diretto controllo di un operatore delle costruzioni, tra i maggiori del mercato italiano, rafforzerebbe significativamente la capacità di ASTM di proporsi quale concessionario / costruttore nelle gare per l'aggiudicazione di nuovi e rilevanti lavori in Italia e all'estero. Un primo passo in questa direzione è già stato compiuto da ASTM nel 2013, con l'acquisto della partecipazione del 17,02% attualmente detenuta in Itinera.

Una prima declinazione della rilevanza dell'integrazione tra l'attività di concessionario e quella di costruttore può essere rinvenuta nella



---

<sup>1</sup> Quelle in relazione alle quali le infrastrutture, successivamente oggetto di concessione, debbono ancora essere costruite.

opportunità di sviluppo che ASTM ragionevolmente avrà in Brasile e, più in generale, in Sudamerica, per effetto dell'accordo di recente stipula con CR Almeida S.A., attraverso il quale ASTM mira a sfruttare le opportunità di sviluppo che si vanno aprendo in quei mercati nel comparto delle concessioni. Tali concessioni, peraltro, sono relative, in larga misura, ad infrastrutture ancora da costruire. Analoghe opportunità si prospettano dunque, in quei mercati, in forza degli accordi in oggetto, nel settore delle costruzioni, dei porti e della logistica.

Questa prospettiva di ASTM è coerente con gli sviluppi delle attività prospettati dalla stessa Itinera che, in sede di definizione della propria strategia di sviluppo, ha esplicitamente indicato nell'internazionalizzazione delle attività il driver principale del proprio piano industriale 2016 - 2020. Le ragioni sono, e si tornerà sul punto nel seguito, che le prospettive rinvenibili nei mercati esteri, perseguite attraverso un continuo rafforzamento della presenza sui quei mercati, appaiono coerenti con obiettivi di crescita che paiono più difficilmente realizzabili nel mercato italiano.

## 1.2 Le fasi dell'operazione

In data 24 febbraio 2016 il consiglio di amministrazione ha incaricato la società Nomura International Plc (d'ora in avanti Nomura) di operare quale advisor dell'operazione societaria. Nomura ha prodotto un documento a supporto delle valutazioni operate e delle determinazioni assunte dal Consiglio di Amministrazione di ASTM che è stato presentato al consiglio stesso in data 14 marzo 2016, ed una *fairness opinion* sulle condizioni economico finanziarie dell'operazione di aumento di capitale da liberarsi con il conferimento al quale la presente Relazione si riferisce.

Sempre in data 24 febbraio 2016, gli amministratori indipendenti di ASTM hanno incaricato un proprio advisor al fine di supportarli nella valutazione



*Cotta*

*Cotta*

*Cotta*



*Cotta*

dell'operazione e nell'espressione del proprio parere. Sulla base della relazione dell'advisor, il Professor Sandro Frova, il Comitato Parti Correlate di ASTM ha predisposto il proprio parere, sottoposto al consiglio di amministrazione di ASTM in data 14 marzo 2016.

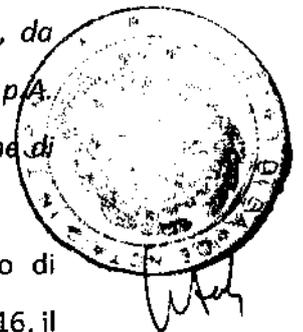
In data 10 marzo 2016 il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha approvato il progetto di bilancio per l'esercizio 2015, da sottoporre all'Assemblea dei soci per approvazione.

In data 14 marzo 2016, il consiglio di amministrazione di ASTM ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci l'aumento di capitale di ASTM riservato ad Argo e Codelfa e il rapporto di concambio tra le azioni di Itinera, oggetto di conferimento, e quelle di ASTM oggetto di emissione e ha approvato altresì la relazione illustrativa del Consiglio da sottoporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata per l'approvazione dell'operazione.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, nella medesima seduta del 14 marzo, ha nominato lo scrivente quale esperto indipendente incaricato di redigere la presente relazione ex art. 2343 codice civile (medesime nomine sono state effettuate dalle società Codelfa e Argo in pari data).

Il 21 marzo 2016 è stato pubblicato da ASTM il *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.*

Il consiglio di amministrazione di Itinera ha approvato il progetto di bilancio per l'esercizio 2015 in data 7 marzo 2016. In data 24 marzo 2016, il revisore di Itinera, Deloitte & Touche Spa (d'ora innanzi Deloitte), ha

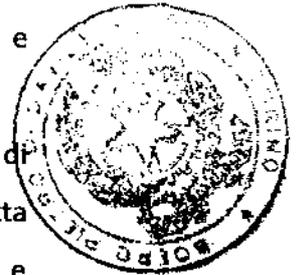


emesso la propria relazione sul bilancio 2015 di Itinera, assolvendo al proprio mandato di revisore legale.

### 1.3 La documentazione esaminata

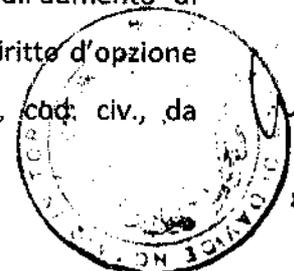
Ai fini dello svolgimento del presente incarico, lo scrivente ha esaminato la seguente documentazione:

- relazione predisposta per il consiglio di amministrazione di ASTM da parte dell'advisor Nomura, presentata al CDA di ASTM del 14 marzo 2016;
- *fairness opinion* emessa da Nomura sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'operazione, inteso come numero delle nuove azioni di ASTM da emettere a fronte del conferimento delle partecipazioni in Itinera da parte di Argo e Codelfa;
- relazione degli amministratori di ASTM sulla proposta di aumento di capitale, a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, redatta ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del codice civile e dell'articolo 72 del regolamento adottato con deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche;
- Parere del Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di ASTM;
- *Parere in merito all'equo rapporto di concambio fra azioni Itinera SpA ed ASTM SpA* rilasciato dal consulente del Comitato Parti Correlate di ASTM, Professor Sandro Frova;
- 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



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



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. diffuso in data 21 marzo 2016;

- bilanci 2013 - 2015 di Itinera;
- business plan di Itinera 2014 - 2018;
- business plan di Itinera 2016 - 2020;
- analisi del dettaglio delle commesse in essere;
- documentazione prodotta dal management su richiesta dello scrivente, relativamente ai seguenti aspetti:
  - analisi del backlog e dello sviluppo dei lavori di esecuzione delle commesse in essere;
  - analisi della marginalità delle commesse;
  - trend storico delle nuove acquisizioni e loro composizione;
  - dettaglio della partecipazione a gare per anno;
  - analisi dei claims attivi.

#### **1.4. Contenuto e limiti dell'incarico**

L'incarico conferito allo scrivente non ha previsto alcuna attività di revisione contabile; il lavoro svolto dal sottoscritto si è basato su dati e informazioni fornite dalla Società, ovvero dai suoi Advisors.

La valutazione della Società si fonda su un business plan (d'ora in avanti il *business plan* o il *Piano*) redatto dal management della Società e sottoposto al consiglio di Amministrazione di Itinera in data 7 marzo 2016. Secondo l'attestazione dell'Amministratore Delegato della Società, tale Piano rappresenta, allo stato, la miglior stima delle prospettive economiche e finanziarie della Società relativamente allo sviluppo prefigurato per i prossimi anni.



La Società è soggetta alla revisione legale dei conti da parte della Società di Revisione Deloitte & Touche SpA (d'ora in avanti Deloitte). Lo scrivente ha pertanto fatto affidamento su questa circostanza ai fini dell'utilizzo dell'informazione patrimoniale.

Lo scrivente ha operato sia su dati e informazioni pubblici sia sui documenti prodotti dagli advisors indipendenti e qualificati che hanno collaborato nel processo di definizione e realizzazione dell'operazione. Tutti questi documenti sono citati al paragrafo precedente e conservati dallo scrivente.

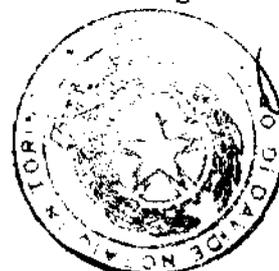
Oggetto della presente Relazione è la determinazione del valore economico o valore del capitale economico di Itinera, termine con il quale si intende il valore di riferimento di un'impresa in condizioni di autonomia operativa, che può essere negoziato fra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, dalle forze contrattuali che le stesse esprimono, nonché dalle sinergie eventualmente realizzabili in ipotesi di integrazione. Questa nozione di valore potrebbe differire, anche in modo significativo, sia dal valore soggettivo sia dal prezzo, laddove il primo rappresenta una dimensione di valore calcolata nella prospettiva dell'utilità derivante dall'acquisizione per una specifica parte, mentre il secondo riflette, oltre che considerazioni legate a fattori soggettivi per le parti in causa, fenomeni di carattere contingente legati allo stato della domanda e dell'offerta della specifica attività oggetto di negoziazione.

La valutazione contenuta nella presente Relazione è stata operata sulla base delle ipotesi e con le limitazioni che si riscontrano in analoghe situazioni. La valutazione del capitale economico di un'impresa non si sviluppa come mera applicazione meccanicistica di criteri e algoritmi di



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



calcolo ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono inevitabilmente riflessi anche elementi di natura soggettiva.

La presente valutazione è stata operata in ipotesi di continuità aziendale e assumendo condizioni *normali* di funzionamento dell'impresa (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione di Stima.

La valutazione è stata operata sulla base degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili al momento della stesura della presente Relazione e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi; la valutazione è stata sviluppata sulla base delle proiezioni di risultato espresse nel Piano predisposto dal management della Società al quale rimane la responsabilità sulla qualità, correttezza e completezza dei dati e delle informazioni in esso contenuti. Le proiezioni sono state dallo scrivente analizzate e valutate solo in termini di ragionevolezza complessiva e sottoposte a verifica attraverso analisi finalizzate a cogliere la sensibilità dei risultati della valutazione al variare delle ipotesi sulle quali la stessa è fondata.

Le proiezioni economico finanziarie contenute nei documenti di pianificazione strategica predisposti dalle imprese, essendo basate su ipotesi di eventi futuri ed azioni da realizzare, sono caratterizzate da strutturali elementi di alea e da fattori di soggettività ed incertezza. In particolare sono soggette al rischio che gli eventi prefigurati e le azioni previste possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati dal Management, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo attuale. Eventuali scostamenti rispetto alle ipotesi e ai risultati attesi dal Management, potrebbero pertanto modificare gli esiti della Valutazione.



Le attività svolte dallo scrivente ai fini della predisposizione della presente Relazione di stima hanno come obiettivo esclusivamente la determinazione del valore economico di Itinera e, per conseguenza, delle partecipazioni oggetto di conferimento in ASTM, senza alcun coinvolgimento dello scrivente nella gestione e nelle attività delle società coinvolte e nelle modalità di implementazione dell'operazione societaria nella quale il conferimento si inquadra.

La presente Relazione e i risultati in essa contenuti non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle previste dall'art. 2343 ter del Codice Civile, ai sensi del quale la stessa Relazione è redatta. Allo scrivente non potranno pertanto essere addebitate responsabilità per danni, anche nei confronti di terzi, che derivassero dall'utilizzo della presente Relazione di Stima per finalità diverse da quelle di cui sopra.

Nello svolgimento dell'incarico affidatogli, lo scrivente ha:

- preso visione di tutta la documentazione illustrativa dell'operazione del quale il conferimento in oggetto è parte integrante;
- avuto incontri con il management della Società, in particolare con l'Amministratore Delegato Ingegnere Malvagna e con il Direttore Finanziario dottor Pernigotti, allo scopo di analizzare le informazioni e i dati rilevanti per lo svolgimento dell'incarico;
- richiesto e ottenuto dal management di Itinera le informazioni addizionali sopra menzionate;
- avuto incontri con la società di revisione Deloitte, incaricata della revisione contabile della Società, al fine di poter disporre delle evidenze raccolte dalla stessa Deloitte in sede di revisione del bilancio 2015 di Itinera, ai fini delle autonome determinazioni e conclusioni dello scrivente.

## 2. Itinera



*Enrico Cotta Ramusino*

*[Handwritten signature]*



Come anticipato in apertura, Itinera opera sia come costruttore che come promotore di nuove iniziative in concessione ed in project finance in relazione a: infrastrutture stradali e ferroviarie, opere in sotterraneo; lavori marittimi e dighe; edilizia civile; manutenzioni autostradali; prefabbricati. Nella classifica delle maggiori imprese nazionali di costruzioni per l'anno 2014, ultimo disponibile, redatta dal Sole 24 Ore, essa occupa il sesto posto, con un fatturato di 986 milioni di euro.

### 2.1 La dinamica economica e patrimoniale 2010 - 2015

Ai fini della presente Relazione, lo scrivente ha ritenuto di assumere dalla società informazioni sul trend storico recente delle attività e dei conseguenti risultati economico finanziari realizzati<sup>2</sup>.

La tabella 1, di seguito riportata, espone i conti economici riclassificati di Itinera sull'orizzonte temporale 2010-2015.

I ricavi, attestati su un valore medio di circa 330 milioni di euro nel periodo 2010 - 2012, crescono ad oltre 500 milioni di euro nel 2013, anche per effetto del conferimento in Itinera del ramo costruzioni di Codelfa. Nel 2014 si riscontra il picco della produzione (987 milioni di euro) e nel 2015 una riduzione a 718 milioni di euro.

La società esprime, nel periodo, un EBITDA oscillante tra 13 e 63 milioni di euro e un EBIT compreso tra 6 e 44 milioni di euro.

I risultati di esercizio sono costantemente positivi e oscillano tra un minimo di 6 ed un massimo di 31 milioni di euro. Nei due anni nei quali si registrano i risultati netti di maggiore importo, risulta rilevante l'incidenza delle poste di natura straordinaria.

---

<sup>2</sup> I dati esposti nelle tabelle di questo paragrafo sono stati prodotti dal management su richiesta dello scrivente e sono basati sui dati di bilancio. Nel paragrafo dedicato alla valutazione verranno operate riclassificazioni e rettifiche ai dati stessi, finalizzate alla determinazione del risultato finale della valutazione. Tali rettifiche, pur modificando taluni dei dati esposti nelle tabelle esposte nel presente paragrafo, non alterano la natura delle considerazioni esposte nel testo.



f

Tabella 1. Itinera: Conti economici riclassificati - 2010 - 2015

(valori in euro/000)	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Ricavi	718.552	986.815	527.719	327.596	335.289	341.167
Costi operativi	(677.580)	(923.672)	(504.939)	(312.902)	(321.868)	(321.390)
EBITDA	48.972	63.143	22.780	14.694	13.421	19.777
EBITDA (%)	5,70%	6,40%	4,32%	4,49%	4,00%	5,80%
Ammortamenti ed accantonamenti	(19.783)	(18.764)	(13.245)	(7.461)	(7.415)	(9.523)
EBIT	21.189	44.379	9.535	7.233	6.006	10.254
EBIT (%)	2,93%	4,50%	1,81%	2,21%	1,79%	3,01%
Risultato gestione finanziaria e partecipazioni	(5.426)	(3.478)	(581)	1.166	(115)	1.297
Saldo gestione straordinaria	113	6.401	20.257	1.866	4.292	193
Risultato ante imposte	15.876	47.302	29.211	10.265	10.183	11.744
Risultato ante imposte (%)	2,21%	4,79%	5,54%	3,13%	3,04%	3,44%
Imposte	(7.506)	(16.127)	(3.460)	(4.233)	(2.962)	(3.901)
Utile d'esercizio	8.370	31.175	25.751	6.032	7.221	7.843
UTILE (%)	1,16%	3,16%	4,88%	1,84%	2,15%	2,30%

Fonte. Dati forniti dal management

I dati relativi alla struttura patrimoniale - capitale investito netto e fonti di finanziamento dello stesso - sono riportati nella tabella 2.

Il capitale investito netto, evolve in modo parzialmente correlato all'andamento dei ricavi. Si attesta a 287 milioni di euro nel 2013, per discendere a 265 milioni di euro nel 2014, pur in presenza di un aumento molto significativo del fatturato. Il valore scende ulteriormente, a 239 milioni di euro, nel 2015, in presenza di una riduzione del valore della produzione realizzata. La riduzione tra il 2014 e il 2015 è attribuibile alla più efficiente gestione del capitale circolante netto, il calo del quale (oltre 30 milioni di euro) più che compensa l'incremento delle immobilizzazioni nette.

Tra le fonti di finanziamento del capitale investito netto si riscontra una prevalenza del patrimonio netto, soprattutto negli ultimi due anni. Il *DEBT/EQUITY ratio* diminuisce sensibilmente tra il 2013 e il 2015, attestandosi su un valore pari a 0,16. Il patrimonio netto contabile a fine 2015 si attesta a 207 milioni di euro e copre per l'86% il capitale investito netto di fine esercizio.



*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

Tabella 2. Itinera: Capitale Investito Netto e Fonti di Finanziamento - 2010 - 2015

(valori in euro/000)	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Immobilizzazioni nette	151.371	143.822	154.183	104.418	80.344	76.568
Capitale circolante	99.597	130.770	150.273	61.510	53.787	43.881
Fondo per rischi ed oneri, Tfr	(11.682)	(9.794)	(17.540)	(8.717)	(7.242)	(7.724)
<b>Totale Capitale investito netto</b>	<b>239.286</b>	<b>264.798</b>	<b>286.916</b>	<b>157.211</b>	<b>126.889</b>	<b>112.725</b>
Patrimonio netto	207.006	198.692	167.517	93.269	88.449	82.416
Posizione finanziaria netta	32.280	66.106	119.399	63.942	38.440	30.309
<b>Totale Capitale proprio e mezzi di terzi</b>	<b>239.286</b>	<b>264.798</b>	<b>286.916</b>	<b>157.211</b>	<b>126.889</b>	<b>112.725</b>
Debt/equity	0,16	0,33	0,71	0,69	0,43	0,37

(valori in euro/000)	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Disponibilità bancarie	13.292	11.528	13.326	4.088	8.835	15.778
Cassa e fondi spese	138	117	81	56	61	56
Crediti finanziari	15.195	10.688	14.297			
Debiti verso banche a breve termine	(39.327)	(83.801)	(139.603)	(68.086)	(47.336)	(46.143)
Indebitamento finanziario corrente	-10.702	-61.468	-111.899	-63.942	-38.440	-30.309
Debiti verso banche a ml termine	-21.578	-4.638	-7.500			
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>-32.280</b>	<b>-66.106</b>	<b>-119.399</b>	<b>-63.942</b>	<b>-38.440</b>	<b>-30.309</b>

Fonte. Dati forniti dal management

## 2.2 Backlog e nuove acquisizioni 2010 - 2015

La gestione caratteristica della Società si articola su un ciclo che prevede la partecipazione a gare per l'acquisizione di lavori, l'inizio degli stessi entro un certo intervallo temporale dall'aggiudicazione, l'esecuzione dei lavori su un orizzonte temporale di medio lungo termine (talvolta molto lungo).

Ad ogni istante temporale, pertanto, risulta in essere un portafoglio lavori derivante dalle acquisizioni già realizzate relative ad opere solo parzialmente eseguite (*backlog*).

La circostanza è rilevante in quanto, in una prospettiva previsionale, che è quella assunta in sede di valutazione, i ricavi prospettici risultano riferibili a due componenti essenziali: l'esecuzione progressiva dei lavori già acquisiti da un lato e i nuovi lavori che si ritiene ragionevole acquisire.

La tabella che segue espone i dati relativi al *backlog* e alle nuove acquisizioni sull'orizzonte temporale 2010 - 2015.



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*

Tabella 3. Itinera: Backlog e nuove acquisizioni - 2010 - 2015 (milioni di euro)

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
saldo iniziale	2.800	3.034	3.019	4.007	4.328	2.628
produzione eseguita	- 309	- 311	- 292	- 454	- 913	- 664
retifiche					- 1.159	-
acquisizioni/adequamenti	544	296	1.280	775	372	1.855
Saldo finale	3.034	3.019	4.007	4.328	2.628	3.819

Fonte. Dati forniti dal management

Come si vede dai dati esposti, il backlog a fine 2015 risulta pari a 3,8 miliardi di euro, inferiore di circa il 10% a quello mediamente in essere a fine 2012 e 2013, superiore di circa il 45% a quello in essere a fine 2014.

Le nuove acquisizioni (comprehensive degli adeguamenti del portafoglio lavori in essere) risultano fortemente variabili nel periodo esaminato. Il punto di massimo si riscontra nel 2015, con un valore complessivamente acquisito pari a 1,85 miliardi di euro.

Il mix delle attività svolte esprime una netta prevalenza delle realizzazioni di infrastrutture stradali e ferroviarie, seguite dai lavori marittimi. Nel 2015 ha assunto rilievo anche la componente degli *altri lavori* (essenzialmente riferibili a lavori di manutenzione, da eseguirsi su orizzonti temporali in taluni casi molto estesi), in relazione ai quali si riscontra un portafoglio ordini pari a 566 milioni di euro.



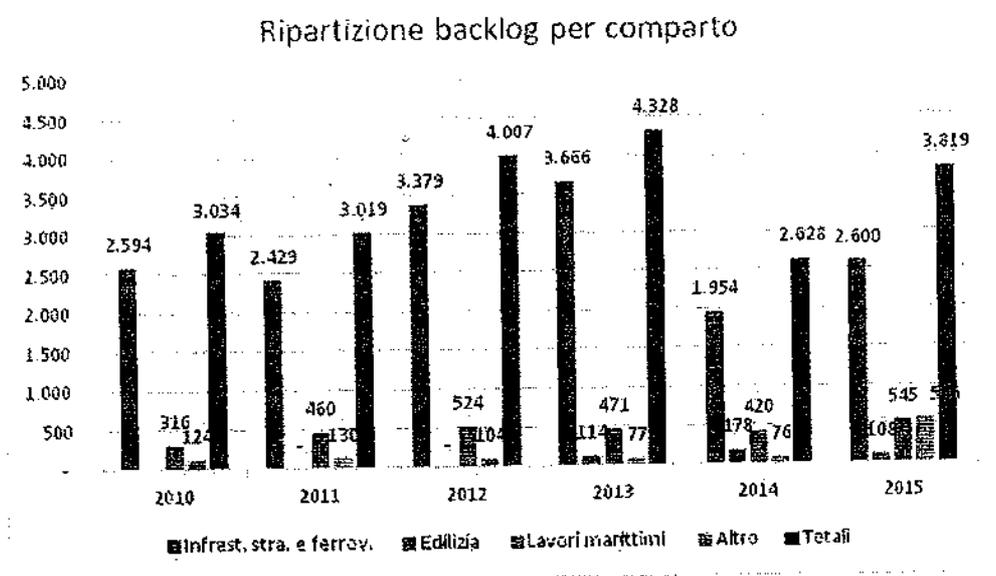
*Adriano*

*Enrico Cotta Ramusino*



*Enrico*

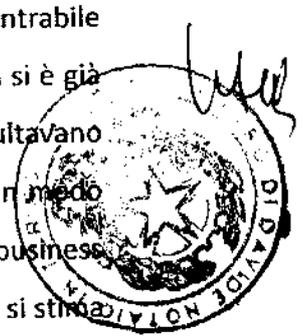
Grafico 1. Itinera: Ripartizione del backlog per comparto di attività.



Fonte. Dati forniti dal management

### 2.3 Le prospettive e la ricomposizione geografica del mix della produzione

La società ha in programma una profonda revisione del mix delle proprie attività, con un progressivo incremento della componente internazionale dei lavori; nel bilancio per il 2015 si dà conto di una quota di lavori internazionali ancora limitata, pari al 9% del portafoglio lavori al 31 dicembre 2015<sup>3</sup>. Il riposizionamento sui mercati internazionali è finalizzato a cogliere opportunità di crescita che potranno ragionevolmente manifestarsi in contesti maggiormente dinamici e caratterizzati da volumi di investimento infrastrutturali più elevati rispetto a quanto riscontrabile nel mercato italiano. L'espansione all'estero delle attività di Itinera si è già materializzata con l'acquisizione di commesse che, a fine 2015, risultavano pari a circa 350 milioni di euro. La società prevede di sviluppare in modo intenso il percorso di internazionalizzazione lungo l'orizzonte del business plan (2016 - 2020), al punto che, negli anni finali coperti dal piano, si stimo



<sup>3</sup> Bilancio Itinera per il 2015, pag. 29.

di realizzare sui mercati esteri percentuali prossime o superiori al 50% del fatturato.

Il dato in oggetto è chiaramente espresso nel business plan 2016 - 2020, riprodotto di seguito<sup>4</sup>.

Tabella 4. Itinera: Conto economico previsionale - 2016 - 2020

C - Conto Economico	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Ricavi Italia	389.598.882	297.510.042	373.815.744	361.295.421	376.272.500
Ricavi Estero	23.500.000	217.501.860	432.001.860	581.471.277	480.501.860
<b>Margine operativo</b>	<b>50.210.923</b>	<b>48.744.503</b>	<b>101.658.032</b>	<b>124.441.770</b>	<b>115.393.436</b>
Spese generali e di struttura	(23.440.000)	(23.520.800)	(24.011.216)	(24.511.440)	(25.021.669)
<b>EBITDA</b>	<b>26.770.923</b>	<b>25.223.703</b>	<b>77.646.816</b>	<b>99.930.330</b>	<b>90.371.767</b>
Ammortamenti/ svalutazioni	(9.808.260)	(12.545.331)	(20.984.764)	(27.659.515)	(34.308.550)
<b>EBIT</b>	<b>16.962.663</b>	<b>12.678.372</b>	<b>56.662.052</b>	<b>72.270.815</b>	<b>56.063.217</b>
Area finanziaria	(899.000)	(1.358.000)	(1.181.000)	(1.643.000)	(1.646.000)
<b>Risultato ante-imposte</b>	<b>16.063.663</b>	<b>11.320.372</b>	<b>55.481.052</b>	<b>70.627.815</b>	<b>54.417.217</b>
Imposte	(5.461.645)	(3.464.034)	(16.977.202)	(21.612.111)	(16.651.668)
<b>Risultato finale</b>	<b>10.602.018</b>	<b>7.856.338</b>	<b>38.503.850</b>	<b>49.015.704</b>	<b>37.765.549</b>

Fonte. Dati forniti dal management

Il conto economico previsionale contenuto nel Piano prefigura ricavi complessivi pari a 856,8 milioni di euro nel 2020, il 56% dei quali generato dalle attività sui mercati esteri.

L'espansione sui mercati esteri determinerà fabbisogni di investimento aggiuntivi rispetto a quelli oggi in essere. Il Piano prefigura uno sviluppo del capitale investito netto fino a 351,3 milioni di euro a fine 2020, per effetto degli investimenti che si renderanno necessari al fine di sostenere la strategia che la Società intende realizzare. Il capitale investito incrementale, nelle prospettazioni del Piano redatto dalla Società, verrà finanziato in misura nettamente prevalente con incrementi di patrimonio netto, frutto della ritenzione degli utili netti generati nel periodo, con una posizione finanziaria netta (PFN) in diminuzione lungo l'orizzonte del Piano.



*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*

<sup>4</sup> L'orientamento a sviluppare la componente internazionale delle attività della Società risulta già espresso nel Business Plan 2014 - 2018, aggiornato da quello attuale, al quale si farà esclusivo riferimento ai fini della valutazione.

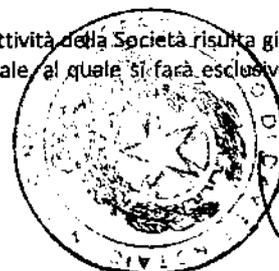


Tabella 5. Itinera: Capitale investito e fonti di finanziamento - 2016 - 2020

€ - Stato Patrimoniale	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Immobilizzazioni nette	234.802.604	208.302.792	171.959.029	210.355.513	232.380.963
Capitale circolante	75.971.586	52.743.237	99.096.749	139.543.838	130.359.053
Fondi	-8.779.128	-6.455.128	-5.063.128	-4.763.128	-4.463.128
Altre passività	-1.646.942	-52.947.314	-41.050.186	-14.000.000	-7.000.000
<b>Capitale investito netto</b>	<b>300.348.120</b>	<b>201.643.587</b>	<b>224.942.464</b>	<b>331.136.223</b>	<b>351.276.888</b>
Capitale sociale e riserve (netto dividendi)	207.006.108	215.488.126	221.773.464	252.576.315	291.789.018
Risultato di periodo	10.602.018	7.856.338	38.503.850	49.015.704	37.765.549
Patrimonio netto	217.608.126	223.344.464	260.277.314	301.592.019	329.554.567
Posizione finanziaria netta	82.739.994	-21.700.878	-35.334.852	29.544.205	21.722.321
Posizione finanziaria netta	82.739.994	-21.700.878	-35.334.852	29.544.205	21.722.321
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>300.348.120</b>	<b>201.643.586</b>	<b>224.942.462</b>	<b>331.136.224</b>	<b>351.276.888</b>

Fonte. Dati forniti dal management

La dinamica dei ricavi contenuti nel business plan 2016 - 2020 è il frutto di due differenti componenti, l'esecuzione delle commesse già acquisite al 31 dicembre 2015 e le nuove commesse che la Società ritiene di poter acquisire negli anni coperti dal Piano.

La tabella che segue fornisce il dettaglio delle due componenti.

Tabella 6. Itinera: Ripartizione del fatturato tra backlog e nuove aggiudicazioni - 2016 - 2020

PORTAFOGLIO AL 31.12.2015 E NUOVE AGGIUDICAZIONI							OLITRE	TOTALI
	2016	2017	2018	2019	2020			
<b>COMMESSE IN ESECUZIONE</b>	<b>393.598.882</b>	<b>166.190.346</b>	<b>78.496.048</b>	<b>52.975.723</b>	<b>10.272.500</b>	<b>179.940.000</b>	<b>877.473.501</b>	
COMMESSA 1	-	-	-	-	-	881.000.000	881.000.000	
COMMESSA 2	-	-	30.000.000	50.000.000	100.000.000	159.873.913	459.873.913	
COMMESSA 3	-	5.000.000	10.000.000	10.000.000	-	-	35.000.000	
COMMESSA 4	-	-	-	-	-	12.484.000	12.484.000	
COMMESSA 5	3.300.000	10.000.000	10.000.000	469.417	-	-	37.969.417	
COMMESSA 6	-	-	50.000.000	50.000.000	100.000.000	113.000.000	413.000.000	
COMMESSA 7	-	5.000.000	10.000.000	10.000.000	15.000.000	13.000.000	53.000.000	
COMMESSA 8	-	7.319.696	7.319.696	7.319.696	-	-	31.959.088	
COMMESSA 9	-	10.000.000	4.500.000	-	-	-	22.500.000	
COMMESSA 10	-	20.000.000	30.000.000	50.000.000	4.000.000	367.000.000	491.000.000	
COMMESSA 11	-	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	210.000.000	250.000.000	
COMMESSA 12	6.000.000	30.893.030	30.893.030	30.893.030	34.893.030	-	123.573.150	
COMMESSA 13	6.000.000	30.698.830	30.698.830	30.698.830	24.698.830	-	122.435.320	
<i>Portafoglio al 31.12.2015 (a)</i>	<i>407.098.882</i>	<i>309.011.902</i>	<i>347.817.604</i>	<i>302.266.698</i>	<i>288.774.360</i>	<i>2.162.297.913</i>	<i>3.819.267.359</i>	
<b>COMMESSE ITALIA ANALITICAMENTE INDIVIDUATE</b>	<b>0</b>	<b>33.000.000</b>	<b>33.000.000</b>	<b>12.000.000</b>	<b>12.000.000</b>	<b>-</b>	<b>90.000.000</b>	
<i>Aggiudicazioni 2016 (b)</i>	<i>-</i>	<i>33.000.000</i>	<i>33.000.000</i>	<i>12.000.000</i>	<i>12.000.000</i>	<i>-</i>	<i>90.000.000</i>	
<b>BRASILE</b>	<b>-</b>	<b>55.000.000</b>	<b>170.000.000</b>	<b>200.000.000</b>	<b>200.000.000</b>	<b>-</b>	<b>625.000.000</b>	
<i>Totale Brasile (c)</i>	<i>-</i>	<i>55.000.000</i>	<i>170.000.000</i>	<i>200.000.000</i>	<i>200.000.000</i>	<i>-</i>	<i>625.000.000</i>	
<b>COMMESSE ESTERO ANALITICAMENTE INDIVIDUATE</b>	<b>-</b>	<b>30.000.000</b>	<b>106.000.000</b>	<b>130.000.000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>366.000.000</b>	
<b>NUOVE AGGIUDICAZIONI ITALIA</b>	<b>-</b>	<b>33.000.000</b>	<b>70.500.000</b>	<b>109.000.000</b>	<b>125.000.000</b>	<b>267.500.000</b>	<b>600.000.000</b>	
<b>NUOVE AGGIUDICAZIONI ESTERO</b>	<b>6.000.000</b>	<b>35.000.000</b>	<b>34.500.000</b>	<b>189.000.000</b>	<b>131.000.000</b>	<b>140.000.000</b>	<b>886.000.000</b>	
<i>Nuove aggiudicazioni (d)</i>	<i>6.000.000</i>	<i>118.000.000</i>	<i>255.000.000</i>	<i>288.000.000</i>	<i>256.000.000</i>	<i>682.500.000</i>	<i>1.766.000.000</i>	
<b>TOTALE FATTURATO BUSINESS PLAN (a + b + c + d)</b>	<b>413.098.882</b>	<b>515.011.902</b>	<b>805.817.604</b>	<b>642.766.698</b>	<b>846.774.360</b>	<b>3.760.297.913</b>	<b>6.100.267.359</b>	

Fonte. Dati forniti dal management



Come si vede dai dati esposti nella precedente tabella e riassunti nella successiva, le tendenze prospettiche dei ricavi sono così sintetizzabili:

- nel 2016 la componente derivante da commesse già acquisite risulta pari al 98,5%, non essendo prevista che una molto limitata componente di fatturato attribuibile a nuove acquisizioni (6 milioni di euro, pari all'1,5% del fatturato previsto per il 2016, che rappresenta il punto di minimo della serie storica recente del fatturato della società);

- a partire dal 2017 il peso delle nuove acquisizioni è previsto in crescita, al 40% nel 2017, al 57% nel 2018 e ad oltre il 65% nei due anni terminali del Piano.

Tabella 7. Itinera: Ripartizione percentuale del fatturato tra backlog e nuove aggiudicazioni - 2016 - 2020

€/000	2016	2017	2018	2019	2020
Esecuzione Commesse già Acquisite al 31 dicembre 2015	407.099	309.012	347.818	302.267	288.774
%	98,5%	60,0%	43,2%	32,1%	33,7%
Nuove Acquisizioni	6.000	206.000	458.000	640.500	568.000
%	1,5%	40,0%	56,8%	67,9%	66,3%
<b>Totale Fatturato da Business Plan Società</b>	<b>413.099</b>	<b>515.012</b>	<b>805.818</b>	<b>942.767</b>	<b>856.774</b>
<b>Nuove Acquisizioni (Dettaglio)</b>					
Commesse Italia Analiticamente Individuate	-	33.000	33.000	12.000	12.000
%	0,0%	6,4%	4,1%	1,3%	1,4%
Brasile	-	55.000	170.000	200.000	200.000
%	0,0%	10,7%	21,1%	21,2%	23,3%
Commesse Estero Analiticamente Individuate	-	50.000	100.000	130.000	-
%	0,0%	9,7%	12,4%	13,8%	0,0%
Nuove Aggiudicazioni Italia	-	33.000	70.500	109.000	125.000
%	0,0%	6,4%	8,7%	11,6%	14,6%
Nuove Aggiudicazioni Estero	6.000	35.000	84.500	189.500	231.000
%	1,5%	6,8%	10,5%	20,1%	27,0%

Fonte. Dati forniti dal management

Le previsioni di ricavo contenute nel Piano sono, come si è visto, riferibili a due componenti essenziali:

- l'esecuzione di lavori già acquisiti (backlog) e parte del portafoglio in essere al 31 dicembre 2015 sulla base delle aggiudicazioni già effettuate;



- le previsioni relative alle nuove acquisizioni che la Società ritiene di poter ottenere attraverso l'ordinaria attività di partecipazione alle gare e/o allo sviluppo delle attività commerciali prodromiche all'acquisizione di nuovi lavori.

Mentre la prima componente dei ricavi prospettici è legata alla pianificazione esecutiva dei lavori già acquisiti sulla base di una scansione temporale determinata dalle strutture societarie competenti, la seconda componente, i lavori conseguenti alle nuove acquisizioni, è stata inserita nel *business plan* sulla base di stime in merito alla capacità acquisitiva che la Società ritiene di poter esprimere lungo l'orizzonte del Piano. Questa seconda componente è supportata dal trend storico delle acquisizioni effettivamente realizzate.

Tali stime, quelle riferibili alla seconda componente dei ricavi previsionali, a propria volta, possono essere suddivise tra due distinte tipologie: la prima riguarda iniziative specifiche, analiticamente individuate, di lavori che la Società ritiene di poter acquisire ad esito di iniziative già in corso, in attesa di finalizzazione. La seconda tipologia riguarda invece una più generica capacità acquisitiva di nuovi lavori, frutto della ordinaria attività realizzata dalla Società, che il management ha espresso facendo riferimento alla esperienza storica recente in tema di nuove acquisizioni.

Il ciclo operativo caratteristico della Società, come in parte già anticipato, prevede un processo articolato in fasi, che si possono così riassumere: i) l'analisi delle opportunità di acquisizione di nuovi lavori, tramite lo studio dei bandi di gara e la loro valutazione analitica; ii) la partecipazione alle gare, eventualmente insieme a partners; iii) in caso di aggiudicazione, l'inizio dei lavori trascorso un certo lasso temporale dall'aggiudicazione stessa; iv) l'esecuzione dei lavori su orizzonti temporali differenziati, talvolta anche piuttosto lunghi.



A handwritten signature, likely of the official responsible for the document.

Il lavoro di analisi dei bandi di gara rappresenta la prima fase del ciclo operativo aziendale. A valle di esso si pongono le partecipazioni alle gare. Negli anni recenti, in base alle informazioni acquisite dallo scrivente, la Società ha partecipato a bandi di gara per 3,2 miliardi di euro in Italia pubblicati nel 2013, per 1,2 miliardi di euro in Italia e per 1,1 miliardi di euro all'estero nel 2014; per 2 miliardi di euro in Italia e per 10,5 miliardi di euro all'estero nel 2015.

Le aggiudicazioni sono risultate pari a 332 milioni di euro su gare del 2013<sup>5</sup>, 454 milioni di euro in Italia e 180 milioni di euro all'estero su gare del 2014<sup>6</sup>; 47 milioni di euro in Italia e 632 milioni di euro all'estero su gare del 2015<sup>7</sup>.

Tutto ciò premesso, le previsioni di ricavo riferibili all'Italia contenute nel Piano sull'orizzonte 2016 - 2020, contemplan le seguenti ipotesi:

- l'aggiudicazione, prevista nel corso del presente anno, dei lavori inerenti la costruzione di un outlet, in esecuzione a partire dal 2017. Si tratta di lavori che il management stima di acquisire in virtù di un accordo di collaborazione di natura industriale stipulato a suo tempo (giugno 2013) da Codelfa in conseguenza della partecipazione acquisita dalla stessa Codelfa in una società immobiliare, incorporata nel 2015 in una società quotata. La partecipazione e l'accordo di collaborazione industriale sono stati conferiti in Itinera nell'ambito dell'operazione di conferimento del ramo d'azienda 'costruzioni e prefabbricazione' di Codelfa, a far data dal 1 novembre 2013. L'accordo industriale in oggetto ha già prodotto l'acquisizione di nuovi lavori da parte di Itinera<sup>8</sup>; i lavori programmati

<sup>5</sup> Il dato relativo alle aggiudicazioni non rappresenta la dimensione dei lavori aggiudicati ad Itinera in quanto alcune gare sono state svolte in partnership con altre imprese e gli importi indicati sono quelli posti a base di gara.

<sup>6</sup> In relazione a questo anno risultano, al momento in cui si scrive, ancora gare estere da aggiudicare per un importo complessivo di 13,5 milioni di euro.

<sup>7</sup> Relativamente a questo anno risultano ancora gare da aggiudicare per 141 milioni di euro in Italia e per 1,52 miliardi di euro all'estero.

<sup>8</sup> Si tratta dei lavori in corso di esecuzione, che hanno ad oggetto altri outlet/centri commerciali.



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

nell'ambito di questa nuova iniziativa, in corso di finalizzazione, dovrebbero generare, secondo le stime del management, lavori per un ammontare complessivo di circa 200-250 milioni di euro (la quota di pertinenza di Itinera, nell'ambito dell'ATI che eseguirà i lavori, è stata stimata dal management in 100-125 milioni di euro), da realizzarsi per fasi nell'arco di 3-4 anni (2017-2020). Nel Piano sono inseriti ricavi, relativamente a questa iniziativa, sull'orizzonte temporale 2017 - 2020, pari a 90 milioni di euro;

- nuovi lavori che la società ritiene ragionevole ipotizzare di acquisire sulla base della normale attività di partecipazione a gare.

Le ipotesi sottostanti la generazione di fatturato riveniente da questa seconda componente - le nuove acquisizioni sul mercato italiano non analiticamente identificate - sono le seguenti:

- l'aggiudicazione di nuovi lavori per un importo compreso tra 100 milioni di euro (2016) e 200 milioni di euro (2019), con valori intermedi nel 2017 e nel 2018 (150 milioni di euro);

- l'inizio dei lavori nell'anno successivo all'aggiudicazione;

- una durata dei lavori compresa tra i tre e i quattro anni.

In questo modo vengono supportati i dati di fatturato 2017 - 2020 e si determina un residuo di portafoglio lavori da eseguire oltre l'orizzonte del Piano pari a 262,5 milioni di euro.

Con riferimento ai ricavi contenuti nel Piano e riferibili alle attività che la Società ritiene di poter sviluppare sul mercato estero, si riscontra quanto segue.

Analogamente a quanto esposto con riferimento allo sviluppo delle attività sul mercato italiano, anche i risultati (i ricavi) della strategia di internazionalizzazione della Società possono essere suddivisi in distinte categorie. Nella prima, ancora per il momento limitata, ricadono le esecuzioni dei lavori compresi nel portafoglio lavori a fine 2015. Nella



seconda categoria sono invece inclusi i lavori generati dalle nuove commesse che la Società ritiene ragionevolmente di acquisire lungo l'orizzonte del Piano; questi ultimi (i nuovi lavori e i conseguenti ricavi), a propria volta, possono essere distinti in due differenti tipologie: i ricavi rivenienti dalla finalizzazione delle iniziative in corso e pianificate da un lato e i ricavi rivenienti da una più generica attività di sviluppo commerciale rivolta ai mercati esteri sia presidiati attualmente che di nuovo inserimento.

Nella sezione dedicata esplicitamente alla propria strategia di internazionalizzazione le Società ha esposto (pagg. 42 e seguenti della Relazione sulla Gestione per il 2015), le principali linee guida che sostengono il progetto di espansione delle attività sull'estero. Esso prevede l'apertura di filiali estere, in parte già realizzata e in parte in corso di realizzazione; l'acquisizione di partecipazioni in società estere già posizionate nei mercati di riferimento; le offerte già presentate a gare in paesi esteri, la predisposizione di offerte in risposta a bandi di gara in diversi paesi esteri.

All'interno delle attività menzionate, la prima componente dei ricavi prospettici riferibile alle attività sull'estero, quella derivante da iniziative analiticamente identificate, già in corso e in attesa di finalizzazione, riguarda due progetti di significativo rilievo.

Il primo è relativo agli accordi di partnership commerciale, siglati unitamente ad un'altra importante società italiana, con due tra le principali imprese di costruzione iraniane, per la progettazione e costruzione di infrastrutture ferroviarie e stradali. Verranno allo scopo create *joint ventures* nelle quali Itinera avrà il ruolo di leader. Alcune delle iniziative prefigurate dagli accordi sono in fase più avanzata della procedura istruttoria, trattandosi di progetti già avviati negli anni passati dalle autorità iraniane ed avendo, in un caso, il partner iraniano già



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*

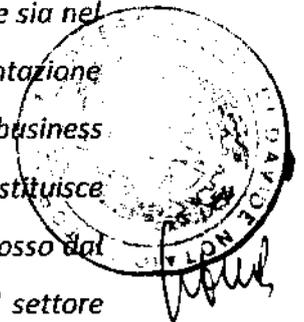


*Handwritten signature*

ricevuto lettera di incarico per la realizzazione di un primo lotto di lavori per un importo stimato di circa 670 milioni di euro. L'importo delle altre realizzazioni previste dal primo accordo di partnership non è ancora stato quantificato.

Complessivamente, il Piano include lavori riferibili alle iniziative in corso di realizzazione in Iran in grado di generare ricavi per 280 milioni di euro complessivi sull'orizzonte 2017 - 2019.

Il secondo riguarda l'espansione sul mercato brasiliano. Come recita la Relazione sulla Gestione per il 2015: *"Il Paese è destinato ad assumere un ruolo importante nelle strategie di sviluppo e crescita della Società per effetto degli accordi di investimento siglati sul finire del 2015, ed oggi in corso di perfezionamento, dalle società ASTM S.p.A. e SIAS S.p.A. del Gruppo Aurelia, le quali in data 18/12/2015 hanno concluso un'operazione industriale avente per oggetto l'acquisizione, attraverso un aumento di capitale, del co-controllo, assieme a CR Almeida, di una holding di diritto brasiliano di nuova costituzione nella quale verranno conferiti, inter alia, il 64% del capitale sociale di Ecorodovias, terzo operatore autostradale del Brasile, e il 55% circa del capitale di VEM ABC, società attiva nel settore della mobilità urbana. Detta operazione, oltre a rendere SIAS il quarto operatore autostradale al mondo con circa 3.320 km. di rete in concessione (1.462 in Italia e 1.858 in Brasile), rappresenta un passo importante sia nel processo di crescita e diversificazione geografica, sia nell'implementazione della strategia di Gruppo finalizzata allo sviluppo congiunto dei business delle concessioni e delle costruzioni. L'accordo raggiunto infatti costituisce una solida base per il Gruppo per partecipare al programma promosso dal Governo brasiliano di sviluppo infrastrutturale, in particolare nel settore delle strade ed autostrade a pedaggio, che prevede un valore stimato di investimenti di circa 65 miliardi di reais. L'accordo rappresenta altresì la base per partecipare congiuntamente all'acquisizione di nuove iniziative*



A handwritten signature in black ink is located at the bottom right of the page, below the page number.

nei settori delle concessioni, costruzioni, logistica e porti nel continente Sudamericano, in quanto include anche reciproci impegni finalizzati a valutare una partnership strategica nel business delle costruzioni".

I lavori previsti in Brasile sono stimati produrre, sull'orizzonte del Piano, ricavi complessivamente pari a 625 milioni di euro.

Oltre a questi due progetti, oggetto di identificazione analitica, il fatturato riveniente dalle attività estere contenuto nel Piano include i nuovi lavori che la Società reputa di potere acquisire attraverso l'attività di sviluppo in corso e di futura realizzazione.

Le ipotesi sulle quali si basa la stima di questa seconda componente dei ricavi esteri sono le seguenti:

- l'aggiudicazione di nuovi lavori per un importo compreso tra un minimo di 100 milioni di euro (2016) e un massimo di 220 milioni di euro (2018), con valori intermedi nel 2017 (150 milioni di euro) e nel 2019 (210 milioni di euro);
- l'inizio dei lavori nell'anno successivo all'aggiudicazione;
- una durata dei lavori compresa tra i due e i quattro anni.

In questo modo vengono supportati i dati di fatturato 2017 - 2020 e si determina un residuo di portafoglio lavori da eseguire oltre l'orizzonte del Piano pari a 340 milioni di euro.

Nel backlog esaminato dallo scrivente, sulla base del quale è stato redatto il business plan della Società, risultano al momento in cui si scrive, due ulteriori informazioni.

La prima riguarda la chiusura della gara per l'assegnazione dei lavori relativi ad un lotto di un'infrastruttura autostradale in Ungheria, nella quale Itinera è risultata prima; l'importo dei lavori di competenza di Itinera è pari a 108 milioni di euro ma non è stato inserito nel Piano in quanto non è ancora pervenuta la comunicazione ufficiale. In caso di esito favorevole



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

del processo di aggiudicazione, sarebbero verificate le ipotesi inerenti le acquisizioni sull'estero per l'anno in corso. La seconda riguarda l'aggiudicazione al raggruppamento di imprese di cui fa parte Itinera, della gara relativa alla costruzione di una terza diga in Kenya (oltre alle due inserite nel Piano), per la quale è in corso di negoziazione la definizione del programma di finanziamento, inclusivo della relativa garanzia assicurativa. La quota di spettanza di Itinera è pari a 103 milioni di euro. In caso di esito favorevole dell'istruttoria in corso, si determinerebbe la verifica delle ipotesi di acquisizioni sull'estero per il periodo 2016 - 2017 in misura pari all'84%<sup>9</sup>.

Il portafoglio lavori al 31 dicembre 2015 ammonta, come si è detto, a 3,8 miliardi di euro<sup>10</sup>. Si tratta di opere di cui Itinera risulta titolare in seguito a contratti firmati ovvero<sup>11</sup> in attesa di formalizzazione. La suddivisione per area geografica vede il 91% di questi lavori collocarsi in Italia e il 9% all'estero.

Il portafoglio lavori verrà eseguito per 1,655 miliardi di euro lungo l'orizzonte del Piano, mentre per i residui 2,164 miliardi di euro si prevede l'esecuzione negli anni successivi al 2020. Dalle analisi effettuate con il supporto del management, lo scrivente ha verificato che ulteriori lavori per un importo pari a 775 milioni di euro sono previsti in esecuzione entro il 2025, mentre il residuo è previsto, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, produrre fatturato successivamente a tale anno<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> Nel Piano si prevedono acquisizioni sull'estero nel periodo 2016 - 2017 pari a 250 milioni di euro. Sommando le quote di spettanza di Itinera con riferimento ai due lavori menzionati nel testo si arriva ad un totale di 211 milioni di euro, pari all'84,4% delle previsioni totali di nuove acquisizioni per il biennio 2016 - 2017.

<sup>10</sup> Si tratta di: Infrastrutture stradali e ferroviarie, dighe e opere idrauliche per euro 2.600 milioni di euro; opere edili per euro 108 milioni di euro; lavori marittimi per euro 545 milioni di euro; manutenzioni autostradali ed altri per 566 milioni di euro.

<sup>11</sup> Relativamente ad iniziative autostradali affidate con la formula della finanza di progetto e con procedure di gara ad evidenza pubblica secondo il diritto dell'Unione europea alle quali Itinera partecipa direttamente in qualità di azionista delle società concessionarie.

<sup>12</sup> In relazione ad una delle commesse italiane, si stima che lavori per un complessivo importo di 143 milioni di euro verranno eseguite negli anni 2026 e 2027.



**3. La valutazione di Itinera operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto dell'advisor Nomura e la fairness opinion emessa da Nomura**

Il valore di conferimento in ASTM delle partecipazioni oggetto di conferimento è stato definito sulla base di una valutazione complessiva di Itinera pari a 240 milioni di euro, alla quale corrisponde una valorizzazione di Euro 128.023.704,00 per le n. 43.525.907 azioni di Itinera oggetto di conferimento.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, nel determinare il suddetto valore, ha chiaramente affermato di aver 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 criteri di determinazione del valore economico del capitale di Itinera generalmente applicati in operazioni di analoga natura.

A tale fine, ASTM si è avvalsa del supporto tecnico dell'advisor Nomura, che ha predisposto un proprio documento di analisi ed emesso, in data 14 marzo 2016, una propria *fairness opinion*, a sintesi del lavoro svolto.

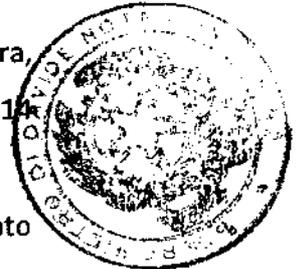
Ai fini della determinazione del valore economico di Itinera, è stato utilizzato, quale metodo principale, il metodo finanziario (*discounted cash flow - DCF*) e, quali metodi di controllo, quelli dei Multipli di Borsa e dei Multipli impliciti in transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili.

La metodologia del DCF è esplicitata dalla seguente formula di calcolo:

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

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;



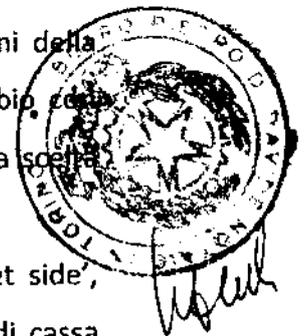
Handwritten signatures and initials, including a large signature and several initials.



- F(tv): flusso finanziario *unlevered* successivo al periodo di proiezione esplicita;
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- g: tasso di crescita di F(tv);
- SA : fair value dei surplus assets;
- L: consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

La valutazione operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto di Nomura, si articola nei punti essenziali di seguito ricapitolati.

- i. La valutazione è stata operata escludendo dal computo le attività che la Società prevede di realizzare, nei prossimi anni, in Brasile. Partendo dal business plan predisposto dalla società, è stato elaborato un prospetto economico finanziario che esclude i ricavi, i margini e i flussi di cassa rivenienti dalle attività che la società ritiene di potere sviluppare, nei prossimi anni nel paese sudamericano. Due sono le motivazioni di questa scelta di merito. La prima è che i contratti non sono ancora stati approvati dalle competenti Autorità brasiliane e dunque, al momento, non possono essere considerati effettivamente operativi. La seconda è che le attività che Itinera potrà ragionevolmente sviluppare in Brasile nei prossimi anni sono il frutto di un accordo stipulato da ASTM e, pertanto, si è ritenuto corretto non tenere conto di questa componente di valore ai fini della valutazione di Itinera (ai fini della determinazione di un concambio con le azioni della stessa ASTM). Lo scrivente ritiene appropriata questa scelta valutativa.
- ii. la metodologia del DCF è stata declinata nella prospettiva 'asset side', identificando e attualizzando il flusso di cassa operativo (flusso di cassa *unlevered*) ad un saggio espressivo del costo medio ponderato del capitale (WACC) per Itinera.



A handwritten signature in black ink, located at the bottom right of the page.

- iii. Il costo medio ponderato del capitale di Itinera è stato determinato sulla base dei parametri attualmente riscontrabili sul mercato, del profilo di rischio della società e del settore di appartenenza, della struttura finanziaria di lungo periodo della Società. Nella determinazione del WACC è stato computato uno specifico premio per il rischio inteso a remunerare i rischi connessi alla esecuzione del Piano da un lato e a tenere conto della minore dimensione di Itinera rispetto agli altri maggiori *players* del mercato. Il risultato finale è una misura del WACC pari al 9,5%.
- iv. Il flusso di cassa terminale è stato determinato assumendo un *EBITDA Margin* sostenibile di lungo periodo e applicando tale marginalità alla media a regime dei ricavi attesi espressi dal business plan di Itinera. Sono stati inoltre assunti nuovi investimenti pari agli ammortamenti e variazioni di capitale circolante netto in linea con l'anno terminale di previsione esplicita.
- v. Questo valore è stato oggetto di attualizzazione, in perpetuo, ad un saggio espressivo della differenza tra WACC e saggio di crescita terminale (g). Questo secondo parametro della valutazione è stato assunto pari al 2%, anche in ragione di una progressiva internazionalizzazione delle attività di Itinera e della sua operatività sempre più significativa in aree con prospettive di crescita più elevate rispetto al mercato italiano.
- vi. Il risultato della valutazione va interpretato come valore di mercato delle attività operative di Itinera (*Enterprise Value*). Ai fini di pervenire al valore del suo capitale economico (*Equity Value*) sono state operate le seguenti rettifiche:
- è stato sottratto il valore della posizione finanziaria netta di Itinera (è stata assunta la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2015, integrata per tenere conto della stima dei flussi di pertinenza del primo trimestre 2016);



*Enrico Cotta Ramusino*

*[Handwritten signature]*

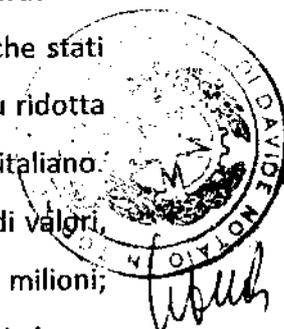


*Enrico Cotta Ramusino*

- è stato sommato il valore dei claims attivi verso i committenti, non iscritti a bilancio;
  - è stato sommato il valore delle partecipazioni detenute, valutate al valore di libro e, ove applicabile, agli ultimi valori di mercato;
  - è stato sottratto il valore dei fondi pensione del personale (TFR);
- vii. Operando una verifica di sensitività rispetto alle variabili utilizzate nella valutazione (EBITDA Margin, WACC e tasso di crescita terminale) il risultato finale della valutazione stessa ha portato ad individuare un valore complessivo di Itinera compreso tra 236 e 297 milioni di euro.

Oltre al DCF, il Consiglio di Amministrazione di ASTM, con il supporto dell'advisor Nomura, ha operato, a fini di controllo, la valutazione con la metodologia dei multipli di mercato e dei multipli impliciti in transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili.

La metodologia dei multipli di mercato è stata sviluppata assumendo quali imprese comparabili le italiane Astaldi e Salini Impregilo e utilizzando il multiplo EV/EBITDA (media degli ultimi tre mesi del multiplo EV/EBITDA 2016) nelle due versioni *unadjusted* e *adjusted*. Il secondo differisce dal primo per il fatto che al numeratore, nella misura dell'Enterprise Value, vengono ricompresi tra i debiti gli anticipi da clienti, non considerati nel primo caso. I valori dei multipli riscontrabili dal mercato sono anche stati oggetto di rettifica in diminuzione, al fine di tenere conto della più ridotta dimensione di Itinera rispetto ai due principali players del mercato italiano. Con l'utilizzo del multiplo *unadjusted*, è stato ottenuto un range di valori, per il 100% dell'Equity di Itinera, compreso tra 190 e 213 milioni; utilizzando il multiplo *adjusted*, si ottiene invece un range di valori che va da 241 a 273 milioni. Gli intervalli di valori sono stati determinati applicando il multiplo medio intero da un lato e il multiplo medio abbattuto di uno sconto, dall'altro.



Utilizzando, da ultimo, la metodologia dei multipli desumibili da transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili, i risultati della valutazione risultano ricompresi in un range di valori che va da 329 a 370 milioni di euro (per il 100% dell'equity di Itinera).

**4. Il parere espresso dal Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate con il supporto dell'advisor designato dallo stesso Comitato**

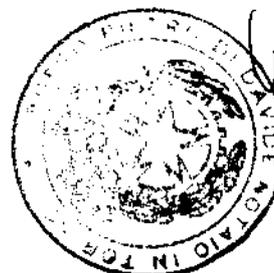
L'aumento di capitale di ASTM, riservato ad Argo e Codelfa, da liberarsi mediante conferimento delle menzionate partecipazioni in Itinera costituisce, nella prospettiva della medesima ASTM un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza. Per questa ragione il perfezionamento dell'operazione ha previsto l'espressione di un parere, da parte del Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, 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 e, da ultimo, dalla procedura sulle operazioni con parti correlate adottata dalla Società.

Le linee guida del prospettato Aumento di Capitale sono state rappresentate al Comitato 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, incaricato di assistere il Comitato per effettuare le valutazioni funzionali all'espressione del parere sull'Operazione. Ad esito delle proprie analisi, l'Advisor ha riferito al Comitato le proprie valutazioni, esprimendosi favorevolmente in ordine all'adeguatezza dei termini economici e finanziari del suddetto Aumento di Capitale.



*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*



Il Comitato ha anche beneficiato del confronto con Nomura, consulente del Consiglio di Amministrazione di ASTM, che ha supportato il Comitato nelle proprie valutazioni.

Ad esito del proprio esame, sintetizzato nel proprio Parere rilasciato a favore del Consiglio di Amministrazione di ASTM, il Comitato ha riscontrato l'interesse di ASTM ad effettuare l'operazione (l'aumento di capitale liberato con il conferimento delle partecipazioni in Itinera da parte di Argo e Codelfa) e la convenienza e correttezza sostanziale e procedimentale dell'operazione.

L'advisor del Comitato Parti Correlate ha svolto la propria analisi partendo dalle ipotesi e dalla metodologia utilizzate nella valutazione operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto di Nomura. Rispetto a tale impostazione, l'advisor, con il supporto di PWC Advisory, ha operato un reperforming della metodologia DCF applicando due correzioni ispirate a criteri di prudenza. Da un lato è stato assunto un WACC del 9,6% e, dall'altro, è stato ipotizzato un *EBITDA margin* terminale lievemente inferiore a quello utilizzato nella valutazione operata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM con il supporto di Nomura.

Il risultato finale della valutazione è un valore dell'equity di Itinera pari a 240,2 milioni. Questo risultato consente di ritenere corretto adottare un valore di Itinera di 240 milioni al fine di valutare le partecipazioni oggetto di conferimento a liberazione dell'aumento di capitale di ASTM.

##### 5. La valutazione operata dallo scrivente

Compito dello scrivente è quello di operare la valutazione di Itinera ai sensi dell'articolo 2343 ter del codice civile. Nello svolgimento dell'incarico lo scrivente si è valso del supporto di PWC Advisory, allo scopo incaricata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM.



5.1 La metodologia valutativa utilizzata ai fini della valutazione di Itinera

La scelta della metodologia di valutazione è stata operata dallo scrivente ad esito dell'analisi effettuata sulla dinamica economica e finanziaria della Società, così come essa emerge dal congiunto esame dei dati storici e prospettici. Come emerge dalle evidenze numeriche raccolte dallo scrivente, si riscontra, nel caso di specie, una variabilità dei risultati economico finanziari che risulta strettamente dipendente dal ciclo operativo che caratterizza la Società, in particolare dal suo portafoglio lavori, in forza del quale si riscontra, in generale, un *lag* temporale tra investimenti e ritorni economico finanziari sugli stessi. Tale circostanza tende a manifestarsi in modo particolare sui risultati finanziari della gestione, in funzione delle differenti fasi del ciclo nel quale il portafoglio lavori si colloca. Alla vigilia di una prospettata fase di incremento delle attività operative, infatti, i risultati finanziari tendono ad essere ridotti dall'anticipata effettuazione degli investimenti rispetto al momento in cui gli stessi inizieranno a generare i risultati finanziari attesi.

In aggiunta a ciò, va rilevato come, nel caso di specie, i cicli di lavorazione tipici della gestione caratteristica, tendano a protrarsi anche per periodi di tempo molto lunghi. Questa circostanza fa sì che i benefici finanziari maggiori rivenienti dagli investimenti effettuati nei primi anni del Piano tendano a manifestarsi, in significativa porzione, oltre l'orizzonte del Piano stesso. Peraltro, come si riscontra nella migliore prassi professionale, la stesura di piani economico finanziari tende ad assumere quale riferimento orizzonti temporali limitati (cinque anni nel caso in oggetto). La ragione è che esiste un evidente *trade off* tra ampiezza del periodo temporale di riferimento per la stesura di detti piani e programmi da un lato e attendibilità della previsione dall'altro. Più esteso risulta essere l'orizzonte temporale della previsione e più difficile risulta, in genere, stimare *ex ante*



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

le future dinamiche della gestione; se questa circostanza appare una ragionevole motivazione per circoscrivere ad un intervallo limitato l'orizzonte previsionale, non si può mancare di rilevare come ciò determini, come naturale conseguenza, che molto del valore stimato risulti riferibile, per imprese caratterizzate da cicli di lavorazione che si realizzano nel medio lungo termine, all'orizzonte temporale che va oltre quello di previsione esplicita contenuto nel Piano.

Per le ragioni sinteticamente espresse, e confermando la ragionevolezza dell'approccio valutativo seguito dagli altri professionisti e dagli organi sociali che hanno espresso le proprie valutazioni e determinazioni sul valore della Società, lo scrivente ha ritenuto di utilizzare, ai fini valutativi, la metodologia reddituale, declinata nella versione *asset side*, basata sull'attualizzazione del reddito operativo netto di imposte (NOPAT) al costo medio ponderato del capitale (WACC).

Questa scelta metodologica appare allo scrivente ragionevole per tre ordini di motivazioni. La prima è che le metodologie reddituali (*asset side*, come nel caso di specie, ovvero *equity side*) sono unanimemente riconosciute come fondate su solide basi teoriche, in quanto esprimono il valore dell'impresa come sintesi dei benefici economici futuri che essa è in grado di produrre. Nel caso in esame, questo approccio metodologico consente di assumere a riferimento della valutazione un indicatore di risultato economico che risulta meno variabile rispetto a quello di natura finanziaria. La seconda è che un approccio valutativo reddituale può offrire una prospettiva integrativa rispetto alle metodologie valutative utilizzate dal Consiglio di Amministrazione della Società e dal Comitato Parti Correlate, ciascuno con il supporto dei propri advisors. La terza è che, nel caso di specie, la struttura finanziaria della Società - ove le fonti di finanziamento del capitale investito sono in larghissima quota ascrivibili al patrimonio netto - non pone problemi di verifica nel breve, degli equilibri



finanziari prospettici, circostanza che avrebbe potuto certamente essere meglio verificata con l'applicazione del metodo finanziario (DCF). Nella declinazione della valutazione lo scrivente si ispirerà, per quanto concerne la scelta delle assunzioni e la determinazione dei parametri, ai criteri di prudenza che paiono doverosi in casi come questo, ove la stima del valore del capitale economico della Società è funzionale alla realizzazione di un'operazione di conferimento.

### 5.2 La data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2015. La ragione di questa scelta è che alla menzionata data si dispone di un progetto di bilancio che risulta approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società e che è stato oggetto di revisione contabile da parte del Revisore incaricato. Il Revisore ha emesso la propria relazione in data 24 marzo 2016, senza rilievi. Questa circostanza, considerato che l'incarico conferito allo scrivente non contemplava nessuna attività di revisione sui dati contabili utilizzati ai fini della valutazione, consente di fare affidamento su un dato contabile verificato e attendibile.



*Handwritten signature*

### 5.3 I dati prospettici assunti a riferimento per la valutazione

Lo scrivente ha assunto, quale punto di partenza, i dati contenuti nel business plan prodotto dalla Società, senza considerare il contributo che, allo sviluppo del Piano, verrà dato dai progetti da realizzarsi in Brasile. Questa assunzione si fonda sulle stesse condivisibili ragioni espresse dal Consiglio di Amministrazione di ASTM, dal Comitato Parti Correlate di ASTM e dall'advisor di quest'ultimo. Da un lato l'accordo stipulato da ASTM è ancora in attesa della necessaria autorizzazione da parte delle autorità brasiliane. Dall'altro, l'accordo stesso è stato negoziato e finalizzato da ASTM. In forza di questa seconda considerazione, la componente di valore

*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

che Itinera potrà ragionevolmente generare ad esito delle future attività da realizzarsi in Brasile, che, in linea di principio, avrebbe potuto essere computato ai fini della determinazione del capitale economico della stessa Itinera, non deve ad avviso dello scrivente essere considerato, nel caso di specie, essendo la valutazione di Itinera operata ai fini di definire un equo concambio con le azioni ASTM da emettere in sede di aumento di capitale (da liberarsi, appunto, con il conferimento di partecipazioni in Itinera). Se, in sintesi, il valore generato da Itinera in conseguenza delle attività da svilupparsi in Brasile può essere considerato come il frutto di attività svolte da ASTM, tale valore non deve essere ragionevolmente conteggiato ai fini di un concambio con azioni ASTM.

Per tutte quanto esposto, si è ritenuto di assumere a base della valutazione il Piano 'ex Brasile', con il risultato di conferire un carattere maggiormente prudentiale alla stima.

Per effetto di questa scelta, il nuovo Piano della società, per il periodo 2016 - 2020, è rappresentato nella tabella 8 sotto riportata, che evidenzia ricavi e margini reddituali fino alla linea del NOPAT, grandezza base della valutazione.

Il Piano utilizzato ai fini della valutazione, ottenuto rettificando quello redatto dal management della Società al fine di escludere ricavi e margini rivenienti dalle attività che si ritiene ragionevolmente di sviluppare sul mercato brasiliano, ipotizza:

- una crescita dei ricavi da 413 a 657 milioni di euro. Come evidenziato in precedenza, a commento del Piano, i ricavi si compongono di una quota riferibile al portafoglio in essere a fine 2015 e di una quota riferibile alle nuove aggiudicazioni. Queste ultime, a propria volta, sono suddivisibili in acquisizioni rivenienti da progetti già analiticamente identificati e in fase di perfezionamento da un lato, e da nuove acquisizioni che si ritiene di



A handwritten signature.

ottenere come risultato dell'ordinaria attività di partecipazione alle gare, ovvero di sviluppo di relazioni commerciali;

- un NOPAT compreso tra un minimo di 2,6 e un massimo di 24,4 milioni di euro, con un valore medio di 13,8 milioni di euro sull'orizzonte di previsione esplicita;

- un EBITDA Margin variabile da un minimo del 3,3% nel 2017 ad un massimo del 7,5% nel 2019, con un valore medio del 6% lungo l'orizzonte di previsione esplicita.



Tabella 8. Itinera: Flussi reddituali unlevered sull'orizzonte del Piano; escluso il Brasile

<i>Income Model - Asset Side</i>	2016	2017	2018	2019	2020
<i>Italy</i>	389,6	297,5	373,8	361,3	376,3
<i>Abroad</i>	23,5	62,5	262,0	381,5	280,5
<b>Revenues</b>	<b>413,1</b>	<b>460,0</b>	<b>635,8</b>	<b>742,8</b>	<b>656,8</b>
<i>Y-o-Y growth</i>		14%	38,2%	15,8%	-11,6%
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>15,3</b>	<b>40,4</b>	<b>55,6</b>	<b>41,6</b>
<i>Y-o-Y growth</i>		-43,0%	164,6%	37,6%	-25,8%
<i>Ebitda Margin</i>	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%
<b>Provisions</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(3,3)</b>
<i>% on revenues</i>	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
<b>D&amp;A</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(10,1)</b>	<b>(13,0)</b>	<b>(16,6)</b>	<b>(19,2)</b>
<i>% on revenues</i>	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%
<b>EBIT</b>	<b>17,0</b>	<b>3,8</b>	<b>24,2</b>	<b>35,2</b>	<b>19,2</b>
<i>ROS Margin</i>	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%
<b>Taxes</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(7,4)</b>	<b>(10,8)</b>	<b>(5,9)</b>
<i>% Ebit</i>	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>

Fonte. Dati forniti dal management

#### 5.4 Il costo medio ponderato del capitale assunto ai fini della valutazione

Ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale da impiegarsi ai fini dell'attualizzazione dei NOPAT prospettici, lo scrivente ha assunto i seguenti parametri di riferimento (riassunti nella successiva tabella 9):

- un tasso di rendimento privo di rischio (Rf) pari alla media a dodici mesi dei rendimenti dei titoli governativi italiani a 10 anni (1,70%);



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*

*Handwritten signature*

- un equity risk premium pari al 5,5%, valore largamente utilizzato nella prassi professionale;
- uno small size premium pari al 3,74%<sup>13</sup>
- un beta levered pari a 0,89<sup>14</sup>;
- un costo del capitale azionario, pari al 10%, determinato sulla base dei parametri sopra elencati;
- un costo del debito al lordo di imposta pari al 4%, ottenuto applicando al reference rate<sup>15</sup> uno spread pari al 3,1% desunto dai dati di mercato riferiti ad un panel di imprese comparabili;
- un costo del debito netto di imposta determinato applicando il coefficiente di imposta IRES pari al 24%;
- rapporti di struttura finanziaria  $[D/(D+E)]$  ed  $[E/(D+E)]$  pari, rispettivamente, al 7,5% e al 92,5%, riferibili al menzionato panel di imprese comparabili

Il risultato è un WACC del 9,4%, prudenzialmente arrotondato al 9,5%.



<sup>13</sup> Duff & Phelps (2015), Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, Cap. 12, pag. 20.

<sup>14</sup> Tale valore è stato ottenuto nel seguente modo: i) sono stati calcolati i beta levered di un panel europeo di imprese comparabili; ii) sono stati calcolati, per ciascuna di esse, i corrispondenti beta *unlevered* e calcolato il beta *unlevered* medio del panel; iii) partendo dal beta *unlevered* medio così ottenuto è stato calcolato il beta levered di cui sopra (0,89), assumendo i dati di struttura finanziaria medi del panel di imprese sopra menzionato. Nella tabella 9, i premi per il rischio sono già il risultato del prodotto con il coefficiente beta.

<sup>15</sup> Media a un anno tasso swap, euribor a sei mesi / tasso fisso a 10 anni.

Tabella 9. Itinera: calcolo del WACC

WACC calculation	
Risk-free rate	1,7%
Equity market risk premium	5,5%
Beta Unlevered	0,82
D/E	0,08
Beta Levered	0,89
Market Risk Premium	4,9%
Small Size Premium	3,3%
<b>Ke</b>	<b>10,0%</b>
Reference rate	0,9%
Estimated spread	3,1%
Gross cost of debt	4,0%
Corporate tax rate	24,0%
Tax shield	-1,0%
<b>Kd after-tax</b>	<b>3,1%</b>
D/(D+E)	7,5%
E/(D+E)	92,5%
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>
<b>WACC utilizzato</b>	<b>9,5%</b>

Fonte. Elaborazioni dello scrivente su dati di mercato

### 5.5 Lo sviluppo della valutazione con la metodologia reddituale

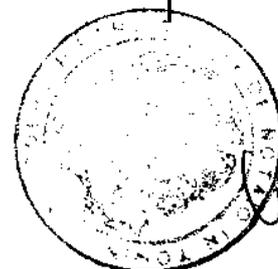
La metodologia di valutazione reddituale asset side è operata utilizzando il tradizionale *modello a due stadi*, che somma due componenti di valore:

- il valore attuale dei redditi operativi netti di imposta che si ritiene l'impresa sarà in grado di produrre sull'orizzonte temporale oggetto di previsione esplicita (il periodo 2016 - 2020, nel caso in esame);
- il valore attuale dei redditi operativi netti di imposta che l'impresa è ritenuta ragionevolmente in grado di produrre, su un orizzonte temporale infinito, a partire dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione esplicita.

Il concetto appena espresso è sintetizzato nella formula di calcolo di seguito riportata:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n R_{(t)} * (1 + WACC)^{-t} + \frac{R_{(n)}}{(WACC - g)} * (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:



Handwritten signature.

Handwritten signature.

- W: valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- R(t): flussi reddituali *unlevered* (NOPAT) per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- R(tv): flusso reddituale *unlevered* successivo al periodo di previsione esplicita (NOPAT terminale);
- WACC: costo medio ponderato del capitale investito;
- g: tasso di crescita di R(tv);
- SA : fair value dei surplus assets;
- L: consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

L'espressione entro la parentesi quadra è da intendersi come valore di mercato del capitale operativo dell'impresa (Enterprise Value - EV); per determinare il valore del capitale economico (*Equity Value* - E), occorre sommare algebricamente i valori dei surplus asset e della posizione finanziaria netta (PFN).

Per il primo intervallo temporale, quello di previsione esplicita, si dispone dei dati riportati nel Piano. Per il secondo, al contrario, occorre assumere ipotesi che possano condurre ad una ragionevole configurazione del NOPAT terminale.

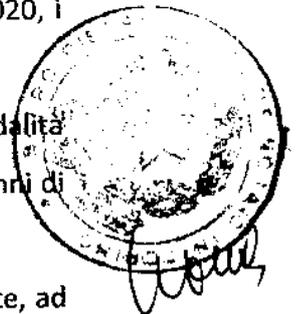
Al fine di sviluppare la valutazione, lo scrivente ha ritenuto di operare seguendo due alternativi approcci di sviluppo della metodologia reddituale.

In base al primo approccio, la valutazione è stata operata come segue:

- sono stati assunti, con riferimento all'orizzonte temporale 2016 - 2020, i NOPAT espressi nel Piano;

- il NOPAT terminale è stato determinato calcolando, secondo modalità alternative di seguito illustrate, medie dei NOPAT riscontrabili negli anni di previsione esplicita.

La considerazione di NOPAT medi, alternativamente calcolati consente, ad avviso dello scrivente, di meglio rappresentare la capacità di reddito di natura fondamentale della Società, per le ragioni dianzi espresse in merito allo specifico ciclo operativo che la caratterizza. La produzione di fatturato



A handwritten signature in black ink is located at the bottom right of the page, below the page number.

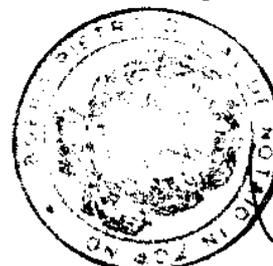
e la generazione di margini reddituali evolvono, nel tempo, in ragione dell'esecuzione dei lavori riferibili al portafoglio lavori in essere e delle acquisizioni di nuove commesse. Ad ogni istante temporale, pertanto, il portafoglio lavori risulta composto, per stratificazione, di commesse diverse, con orizzonti temporali di esecuzione differenti e con marginalità altrettanto diverse. Questa configurazione del ciclo operativo tende a generare, per definizione, una variabilità di fatturato e redditi operativi. Questa circostanza è ben espressa, osservando il Piano, dai risultati stimati per i primi due anni, il 2016 e il 2017, soprattutto il secondo, nel quale si riscontra una riduzione (molto marcata nel 2017) del NOPAT atteso, per effetto della differente dinamica di commesse completate, in esecuzione e di nuova acquisizione. I dati osservabili per il 2016 e per il 2017 esprimono valori di NOPAT inferiori a quelli mediamente realizzati dalla Società nel corso degli ultimi anni. Per tutte queste ragioni, assumendo a riferimento risultati medi, differentemente determinati, si ottiene il risultato di fondare la valutazione su quella che può essere mediamente considerata una *normale* capacità di reddito. Nel caso di specie, il concetto di *normale* capacità di reddito viene determinato secondo un criterio particolarmente prudentiale, nella misura in cui viene considerata la redditività dell'anno 2017.

In base al secondo approccio, la valutazione è stata operata partendo dal Piano predisposto dalla Società e apportando allo stesso, secondo una prospettiva prudentiale, alcune rettifiche in relazione ai principali driver che determinano il valore della Società. In particolare, sono state formulate assunzioni differenti rispetto a quelle incluse nel Piano, con riferimento ai ricavi e ai margini reddituali (*EBITDA Margin*). Queste rettifiche hanno l'effetto di modificare la dimensione dei NOPAT generabili



*Cotta*

*Enrico Cotta*



*Enrico Cotta*

sull'orizzonte di previsione esplicita e sul NOPAT terminale, determinando alternative configurazioni di valore dell'impresa.

Non si tratta di due valutazioni alternative sotto il profilo metodologico, in quanto la grandezza che guida il valore è sempre il reddito (operativo, netto di imposte - NOPAT). La differenza tra le due declinazioni della metodologia reddituale è piuttosto rinvenibile nelle modalità attraverso le quali viene operata una verifica della correlazione tra valore dell'impresa da un lato e ipotesi contenute nel Piano redatto dalla Società dall'altro.

a) NOPAT 2016 - 2020 da Piano e calcolo del NOPAT terminale

Assunta questa base dati, lo scrivente ha inteso operare la valutazione procedendo, in primo luogo, nel modo seguente.

Come si vede dai dati riportati nella precedente tabella 8, il NOPAT previsto nel Piano varia da un valore minimo di 2,6 milioni di euro nel 2017 ad un massimo di 24,4 milioni di euro nel 2019. Considerato il ciclo operativo dell'impresa, menzionato in precedenza, lo scrivente ha ritenuto che, allo scopo di determinare il NOPAT terminale, fosse opportuno tenere conto dell'evoluzione della redditività operativa conseguente l'evoluzione prospettica del ciclo delle commesse espressa nel Piano.

Per questa ragione sono stati assunti:

- per gli anni 2016 - 2020 i NOPAT espressi nel Piano della Società;
- ai fini del calcolo del Terminal Value (TV) un NOPAT terminale calcolato come:
  - la media dei NOPAT 2016 - 2020, pari a 13,8 milioni di euro;
  - la media dei NOPAT 2017 - 2020 pari a 14,3 milioni di euro;
  - la media dei NOPAT 2018 - 2020 pari a 18,2 milioni di euro;
  - la media dei NOPAT 2019 - 2020 pari a 18,9 milioni di euro.



A handwritten signature is located at the bottom right of the page, below the circular stamp.

Osservando i dati storici, lo scrivente riscontra come, sull'orizzonte 2013 - 2015<sup>16</sup>, l'EBIT medio sia risultato pari a 25 milioni di euro e il NOPAT medio, calcolato applicando l'aliquota fiscale media prevista nel Piano (pari al 30,6%), sia risultato pari a 17,4 milioni di euro, superiore a quanto espresso nel Piano con riferimento agli anni 2016 - 2017, lievemente inferiore rispetto alla media dei valori 2018 - 2020 e 2019 - 2020 (del 5% e del 9%, rispettivamente).

Va osservato che la decisione di utilizzare un NOPAT terminale medio come sopra esposto ha l'effetto di tenere conto, ai fini del calcolo del TV, anche delle performances reddituali espresse negli anni meno favorevoli. Questa circostanza attribuisce alla valutazione un carattere prudenziale. L'obiettivo strategico della Società, uno sviluppo prospettico delle attività che vedrà, al termine del Piano, un fatturato concentrato per oltre il 50% sui mercati esteri<sup>17</sup>, caratterizzati da una marginalità maggiore, è più ambizioso e mira a conseguire risultati reddituali superiori.

I risultati di sintesi di questo procedimento sono esposti nella tabella 10, di seguito riportata e includono già la somma algebrica di Surplus assets e PFN<sup>18</sup>; si tratta dunque di valori del capitale economico di Itinera.

Tabella 10. Itinera. Valori del capitale economico ottenuti determinando il NOPAT terminale come media dei NOPAT prodotti sull'orizzonte di previsione esplicita.

€/mln	Long Term Nopat	Equity Value
<b>Avg. 2020-2019</b>	18,87	281,9
<b>Avg. 2020-2018</b>	18,18	276,1
<b>Avg. 2020-2017</b>	14,29	243,1
<b>Avg. 2020-2016</b>	13,78	238,8

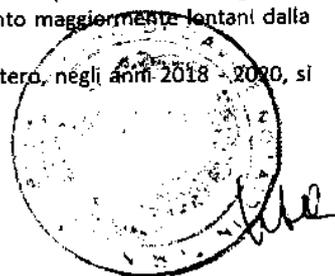
<sup>16</sup> Non appaiono allo scrivente significativi i dati di EBIT espressi ante 2013 in quanto, nell'anno citato, in forza del conferimento in Itinera del ramo costruzioni di Codelfa, la Società ha assunto una configurazione maggiormente comparabile a quella attuale. Vale poi rilevare come gli anni 2010 e 2011 risultino meno significativi, ai fini valutativi, in quanto maggiormente lontani dalla data di riferimento della valutazione.

<sup>17</sup> Escludendo le attività in Brasile, la percentuale di fatturato estero, negli anni 2018 - 2020, si attesta su valori compresi tra il 40 e il 50%.

<sup>18</sup> Su questi passaggi si tornerà nel paragrafo 5.7.



Handwritten signature and initials.



Come si vede, i risultati variano da un minimo di 238,8 milioni di euro ad un massimo di 281,9 milioni di euro. L'ampio spettro di variazione tra il risultato minimo e massimo della valutazione sottende in realtà due differenti scenari valutativi. Itinera ha esplicitato con chiarezza che l'obiettivo strategico dei prossimi anni è quello dello sviluppo sui mercati esteri, per tutte le ragioni già espresse in precedenza. L'attività sull'estero è prevista avviarsi nel 2017 ma produrrà i propri risultati più significativi, in termini di fatturato e margini, a partire dal 2018 ed inciderà in misura maggiore negli anni finali del Piano e, dunque, nella determinazione del Terminal Value.

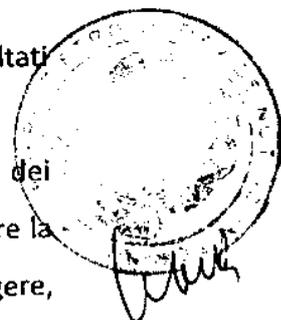
Per queste ragioni, la determinazione di un NOPAT terminale come media che includa gli anni 2016 e 2017 tende a dare maggiore rilevanza alle attuali condizioni di funzionamento della Società, ancora focalizzata sul mercato italiano (e a una performance media significativamente inferiore a quella storica recente).

L'effetto di questa scelta è di determinare un flusso di reddito terminale che:

- tiene conto solo in modo parziale dei benefici attesi dalla strategia di internazionalizzazione che la Società intende realizzare;
- tiene conto, con riferimento agli anni 2016 e 2017, di valori di NOPAT mediamente inferiori a quelli riscontrati sull'orizzonte 2013 - 2015.

E' questo il primo scenario valutativo, che produce i primi due risultati riportati nel prospetto che segue.

Al contrario, la determinazione di un NOPAT terminale come media dei NOPAT espressi negli anni finali del Piano (dal 2018) tende a valorizzare la Società sulla base dei risultati che essa ha dichiarato di voler raggiungere, attraverso il riposizionamento sui mercati esteri. E' questo il secondo scenario valutativo, che produce gli ultimi due risultati riportati nel prospetto che segue.



A handwritten signature in black ink is located at the bottom right of the page, below the circular stamp.

In base al primo scenario valutativo, che appare caratterizzato da ipotesi molto prudentiali, il valore medio risulta pari a 241 milioni di euro.

In base al secondo scenario valutativo, che valorizza le condizioni operative alle quali la Società ha dichiarato di volere tendere, con le iniziative contenute nel proprio *business plan*, il valore medio si attesta a 279 milioni di euro.

NOPAT Terminale	Equity value di Itinera (100%) (Wacc 9,5%)	Scenario valutativo	Valore medio
Media 2016 / 2020	238,8	Valutazione della Società in una prospettiva che valorizza le attuali condizioni di funzionamento	240,95
Media 2017 / 2020	243,1		
Media 2018 / 2020	276,1	Valutazione della Società in una prospettiva che valorizza le future prospettive di funzionamento espresse nel Piano	279,00
Media 2019 / 2020	281,9		

B) Determinazione dei NOPAT 2016 - 2020 e del NOPAT terminale in funzione di differenti ipotesi circa lo sviluppo dei ricavi e la marginalità operativa.

Questo alternativo approccio sviluppa la valutazione introducendo alcune ipotesi, differenziali rispetto a quelle contenute nel Piano ex Brasile redatto dalla Società, in merito alla generazione di ricavi e alla produzione di margini reddituali. Essa mira a determinare differenti configurazioni del valore del capitale economico di Itinera sulla base di alcune assunzioni in merito ai principali driver rappresentativi delle condizioni di funzionamento che la Società ritiene di poter esprimere in conseguenza della prospettata attività sui mercati esteri, elemento caratterizzante la strategia competitiva oggi assunta a riferimento.

In particolare, sono stati effettuati i seguenti passaggi:

- sono state operate rettifiche dei ricavi che la Società ritiene di generare, lungo l'orizzonte del Piano, riducendone, in percentuali diverse, l'ammontare. La componente oggetto di rettifica è quella che si riferisce ai ricavi rivenienti dalle generiche attività di sviluppo commerciale (*new intake*) che la Società ha pianificato di realizzare, come effettivamente, di



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



regola, realizza anche ora. Non sono stati invece rettificati i ricavi che sono attesi derivare dal backlog di fine 2015 e neppure quelli riferiti a specifiche iniziative che risultano già in avanzato stato di istruttoria/negoziazione. La riduzione di questa componente è stata operata in una misura percentuale compresa tra lo zero e il 20%;

- sono stati assunti diversi livelli di *EBITDA Margin*, a partire da quelli espressi dal Piano. In particolare, sono state inizialmente assunte cinque configurazioni di margine: quello del 2018, quello del 2019, quello del 2020, la media 2018 - 2020 e il valore minimo 2018 - 2020.

Il risultato della valutazione operata incrociando le ipotesi di cui sopra è un intervallo di valori compresi tra 230,6 e 305,7 milioni di euro

A partire da questi valori, sono stati determinati, in base ad un criterio di prudenza, i NOPAT terminali assumendo due sole e differenti configurazioni di *EBITDA Margin*: il valore medio 2018 - 2020 da un lato e il valore minimo del periodo 2018 - 2020 dall'altro (inferiore a quello previsto per il 2016). Le rettifiche alle nuove acquisizioni sono state mantenute a livelli compresi tra zero e il 20%.

I risultati delle dieci stime operate sulla base di queste due ipotesi sono riportate nella tabella 11.

Come si vede, i valori dell'*Equity Value* di Itinera, in questa seconda prospettazione, variano da un minimo di 230,6 ad un massimo di 275,5 milioni di euro. Il valore centrale (medio) di queste stime (dieci valori), è pari a 254,8 milioni di euro.



Handwritten signature

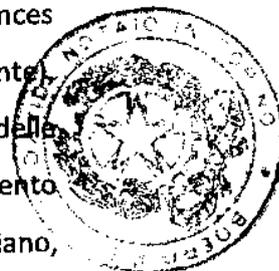
Tabella 11. Itinera. Valori del capitale economico ottenuti rettificando i valori del NOPAT espressi nell'orizzonte di previsione esplicita e il NOPAT terminale sulla base di differenti ipotesi circa le nuove acquisizioni (new intake) e l'EBITDA Margin terminale.

		Long Term EBITDA Margin %	
€/mln		avg. 2018-2020	min 2018-2020
-		275,5	260,2
5,0%		269,9	252,9
<b>New Intake</b>	10,0%	264,2	245,5
<b>Reduction</b>	15,0%	258,6	238,1
	20,0%	252,9	230,6

Il valore ottenuto come media dei valori riportati nella tabella 11 può essere inteso come il valore centrale di una distribuzione di valori del capitale economico ottenuti applicando diverse ipotesi circa i due principali drivers che guidano la generazione di redditività futura.

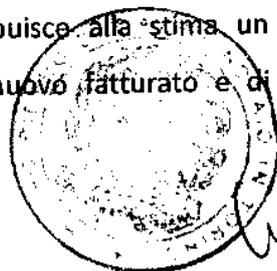
In base al primo approccio valutativo, il NOPAT terminale veniva determinato come media dei NOPAT espressi lungo l'orizzonte di valutazione esplicita. Il risultato era la polarizzazione dei risultati della valutazione su due valori significativamente diversi, a seconda che si assumessero i NOPAT più 'vicini', espressivi di condizioni di funzionamento attuali dell'impresa (e di due anni generatori di performances particolarmente ridotte, anche sulla base del track record storico recente), ovvero NOPAT riferibili agli anni 2018 - 2020, espressivi, al contrario, delle future condizioni di funzionamento previste nel Piano (il riposizionamento sui mercati esteri). Questi ultimi NOPAT erano quelli espressi nel Piano, senza alcun intervento di rettifica da parte dello scrivente.

Sulla base di questo secondo approccio, sono state effettuate analisi che consentono di stimare il valore dell'impresa assumendo che il riposizionamento strategico venga effettivamente realizzato. I risultati esprimono configurazioni di valore che, in questo nuovo scenario, tengono però conto della circostanza che gli sviluppi conseguenti l'implementazione della nuova strategia aziendale possano produrre risultati inferiori alle attese, circostanza che attribuisce alla stima un carattere prudenziale, in termini di sviluppo del nuovo fatturato e di



Handwritten marks resembling a stylized 'C' or 'G'.

Handwritten signature.



marginari reddituali ottenuti sullo stesso. Le rettifiche operate, infatti, si manifestano sul fatturato riveniente dalle nuove acquisizioni non analiticamente identificate e sulla marginalità terminale, determinata come valore medio o minimo realizzabile nelle nuove condizioni operative aziendali. Gli anni 2016 e 2017 vengono impattati in misura del tutto trascurabile dall'assunzione di queste nuove ipotesi e solo per quanto riguarda l'acquisizione di nuovi lavori (e di nuovo fatturato). Le ipotesi prudenziali sul fatturato si esplicitano in misura più significativa sul valore del fatturato terminale che, incrociato con i diversi margini operativi assunti nella tabella, generano il nuovo margine terminale.

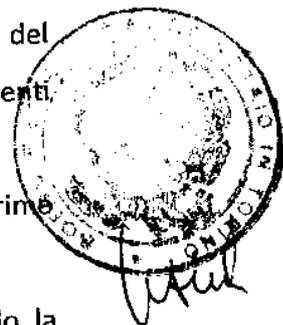
In sintesi, questo secondo approccio valorizza, secondo condizioni maggiormente conservative rispetto al Piano redatto dalla Società, la nuova configurazione operativa che Itinera andrà ad assumere per effetto della implementazione della nuova strategia, dichiarata e in corso di realizzazione.

#### 5.6 Sintesi della valutazione operata con la metodologia reddituale

Al fine di ricondurre a sintesi i risultati ottenuti attraverso lo sviluppo della metodologia reddituale, secondo i due approcci sviluppati nel paragrafo precedente, lo scrivente ritiene ragionevole assumere come misura del capitale economico di Itinera il valore ottenuto mediando due differenti risultati:

- il valore maggiormente prudenziale ottenuto sviluppando il primo approccio, pari a 241 milioni di euro;
- il valore centrale della distribuzione di valori ottenuta sviluppando la seconda declinazione della metodologia reddituale, pari a 254 milioni di euro.

Il risultato finale è un valore del capitale economico di Itinera pari a 247,5 milioni di euro, arrotondabile a 247 milioni di euro.



A handwritten signature is located at the bottom right of the page.

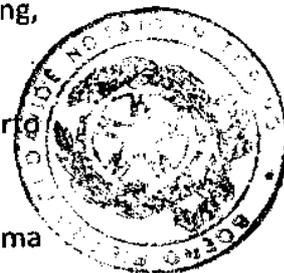
5.7 Osservazioni circa il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico di Itinera (Equity Value) e l'informazione patrimoniale

La determinazione dell'Equity Value di Itinera è stata fin qui operata, in tutti i precedenti passaggi, a partire dall'Enterprise Value riveniente dal calcolo e sommando / sottraendo a tale quantità, sulla base della formula in precedenza riportata, il valore dei surplus assets e della posizione finanziaria netta.

Nel caso di specie, si è operato come segue:

- è stato sommato il valore delle partecipazioni detenute dalla Società, pari a 92,5 milioni di euro. Questo dato risulta dal bilancio di Itinera al 31 dicembre 2015, oggetto di revisione da parte di Deloitte. Esso è stato assunto dallo scrivente in quanto nessun rilievo è stato riscontrato dal revisore sulla posta contabile in oggetto;
- sono stati sottratti i debiti bancari e verso società di leasing, complessivamente pari a 63,4 milioni di euro;
- sono stati sottratti i debiti verso dipendenti per indennità di fine rapporto (4,7 milioni di euro);
- sono stati sommati i claims attivi, non contabilizzati in bilancio ma rilevanti ai fini valutativi<sup>19</sup>. Si tratta di attività latenti, rivenienti dalla circostanza che la Società ha iscritto, nei registri di contabilità lavori, valori

<sup>19</sup> Lo scrivente ha ritenuto, uniformandosi in tal senso alle valutazioni e alle determinazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione di ASTM e del Comitato Controllo e Rischi con funzioni di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, supportati dai rispettivi advisors, di assumere, a fini valutativi, solo la rettifica in oggetto. L'esame del bilancio 2015 di Itinera consente di riscontrare, peraltro, due ulteriori informazioni. La prima riguarda la valorizzazione al costo delle rimanenze di opere in corso di esecuzione di durata infrannuale (Cfr. Bilancio 2015, pag. 108 e 109). L'applicazione di questo criterio, peraltro suggerito dall'OIC 23, ha comportato un effetto negativo sul patrimonio netto di 3,528 milioni di euro al lordo del carico fiscale (2,420 milioni di euro al netto del carico fiscale). La seconda riguarda un immobile ad uso civile, non strumentale, concesso in locazione a terzi, valorizzato in bilancio per un importo pari a 4,9 milioni di euro (valore confermato da una perizia di stima redatta nell'ottobre del 2013 da un esperto indipendente). Non concorrendo alla formazione dei redditi operativi assunti a base della valutazione, il bene in oggetto potrebbe essere legittimamente considerato un surplus asset e il suo valore portato a rettifica in aumento del valore del capitale economico della Società. In base ad un principio di prudenza, si è assunto di non considerare il valore di tale asset a fini valutativi.



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



*Handwritten signature*

che rappresentano richieste (claims), ai differenti committenti, di ammontari analiticamente definiti. Si tratta di una componente ricorrente ed ordinaria nella gestione di un'impresa di costruzioni. Le richieste formulate ai committenti si riferiscono o a lavori aggiuntivi (ovvero differenti) realizzati per l'esecuzione delle opere oggetto di commessa, ovvero a richieste di risarcimento per danni patiti in virtù di eventi la responsabilità dei quali non è attribuibile ad Itinera. A fronte di queste pretese di Itinera, sono possibili diverse soluzioni, dalla composizione bonaria, all'arbitrato, al ricorso al giudizio civile. Sulla base delle informazioni raccolte dallo scrivente, l'ammontare complessivo delle richieste attivate dalla Società al 31 dicembre 2015 ammonta a 164 milioni di euro. Storicamente, le percentuali di recupero riscontrate dalla Società sono pari al 24,9% delle richieste stesse. La stima di 17 milioni di euro rappresenta una rettifica patrimoniale positiva determinata assumendo una percentuale di recupero nettamente inferiore a quella storica da un lato e del carico fiscale che graverà su di esse dall'altro. Analoghe stime sono state assunte dal Consiglio di Amministrazione di ASTM, con il supporto di Nomura, e dal Comitato Parti Correlati, con il supporto del proprio advisor;

- viene sommato l'importo complessivo della liquidità disponibile a fine esercizio (13,3 milioni di euro);

- viene sommato l'importo complessivo dei crediti finanziari in essere alla fine dell'esercizio 2015 (16,2 milioni di euro).

#### 5.8 La valutazione a fini di controllo operata con la metodologia dei multipli di mercato

Lo scrivente, a fini di controllo, ha verificato i valori emergenti da una valutazione del capitale economico di Itinera operata con la metodologia dei multipli di mercato. La metodologia è stata applicata come segue:



- è stato assunto, quale multiplo in base al quale operare la valutazione, l'EV/EBITDA, diffusamente utilizzato nel caso di imprese non finanziarie;
- è stato assunto un panel di imprese comparabili a livello europeo, le stesse utilizzate per il calcolo del beta, presso le quali operare il calcolo del multiplo;
- il multiplo è stato assunto nella forma unadjusted, vale a dire che non sono stati rettificati i numeratori del multiplo al fine di tenere conto degli anticipi da clienti, informazione non disponibile per tutte le imprese comprese nel panel considerato. Questa scelta metodologica ha carattere prudenziale, non essendo il fenomeno degli anticipi da clienti, nel caso di Itinera, parimente rilevante rispetto a quanto riscontrabile nel caso delle imprese per le quali si dispone dell'informazione in oggetto;
- è stata assunta una configurazione del multiplo EV/EBITDA avente al numeratore una misura di Enterprise Value definita come somma tra valore contabile del debito e valore di mercato dell'equity come risultante dalle quotazioni puntuali del giorno 24 marzo 2016 e al denominatore l'EBITDA atteso, per ciascuna società considerata, per gli anni 2016 - 2018;
- sono stati ottenuti, pertanto, per ciascuna impresa del panel, tre multipli EV/EBITDA, uno per ognuno degli anni ai quali si riferisce la stima della grandezza economica posta al denominatore;
- per ciascun anno è stato assunto il multiplo mediano della distribuzione dei multipli del panel di imprese comparabili;
- dei tre multipli mediani 2016 - 2018 è stata calcolata la media aritmetica;
- il multiplo così calcolato è risultato pari a 6,9x;
- al multiplo così determinato è stato applicato uno sconto compreso tra il 15% e il 20%, in considerazione del fatto che Itinera non è quotata e ha dimensioni minori rispetto alle imprese appartenenti al campione utilizzato;



*Handwritten signature or initials.*

*Handwritten signature or initials.*



*Handwritten signature or initials.*

- si sono così ottenuti due valori del multiplo pari, rispettivamente, a 5,86x e a 5,52x;
- i due multipli rettificati sono stati applicati all'EBITDA medio di Itinera quale risulta sull'orizzonte di previsione esplicita del Piano (2016 - 2020), pari a 35,9 milioni di euro, ottenendo un Enterprise Value pari a 210 milioni di euro nel primo caso e a 198 milioni di euro nel secondo caso;
- sono state algebricamente sommate le poste che consentono il passaggio dall'Enterprise Value al valore del capitale economico, ad eccezione dei claims attivi<sup>20</sup>;
- il totale di queste poste, pari a 54 milioni, conduce ad un valore del capitale economico di Itinera compreso in un intervallo tra 252 e 264 milioni di euro.

## **6. Conclusioni**

Al termine del lavoro effettuato e sulla base delle verifiche operate e delle elaborazioni effettuate attraverso l'approccio metodologico in precedenza descritto, lo scrivente rassegna le proprie conclusioni, articolate come segue.

La valutazione operata con la metodologia reddituale, nella versione asset side, con attualizzazione dei NOPAT ad un saggio espressivo del costo medio ponderato del capitale, determina un risultato, espressivo del valore del capitale economico di Itinera, pari a 247 milioni di euro.

La valutazione operata, a fini di controllo, con la metodologia dei multipli di mercato determina un risultato superiore.

Il valore determinato dallo scrivente, ispirato a criteri di prudenza che paiono particolarmente indicati in casi come quello in oggetto, risulta superiore a quello assunto ai fini del conferimento.



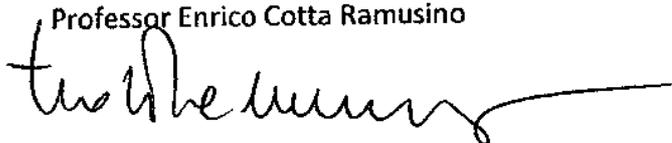
<sup>20</sup> Sulla base dell'ipotesi, prudenziale nel caso di specie, che il valore dei claims attivi sia un'informazione già incorporata nei prezzi di mercato.

A handwritten signature, possibly of the author or a representative, located at the bottom right of the page.

Tutto ciò premesso, si attesta – ai sensi e per gli effetti dell’art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ. – che il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell’Aumento di Capitale, comprensivo di sovrapprezzo, di ASTM.

Pavia, 4 aprile 2016

Professor Enrico Cotta Ramusino



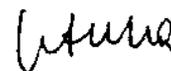
Allegati

Allegato 1 - Beta e Credit Spread

Allegato 2 - Stima del capitale economico di Itinera determinato assumendo i NOPAT espressi sull'orizzonte 2016 - 2020 e il NOPAT terminale come media dei NOPAT 2016/2020; 2017/2020; 2018/2020 e 2019/2020.

Allegato 3 - Stima del capitale economico di Itinera determinato rettificando secondo criteri prudenziali le stime di nuove acquisizioni espresse dal management e assumendo differenti ipotesi in merito alla misura dell'Ebitda Margin terminale

Allegato 4 - Base informativa utilizzata per la valutazione del capitale economico di Itinera operata secondo la metodologia dei multipli di mercato



Allegato 1 (1 di 1)

BETA calculation

Companies Name	Paese	Valuta	Market Cap	Minorities	NFD (Cash)	Total EV	Gearing D/E	Leverage D/(D+E)	b levered	b unlevered	Credit Rating	Credit Spread
Balfour Beatty plc	United Kingdom	GBP	1.727	47	538	2.312	0,23	18,8%	0,91	0,74	bb	4,3%
Bilfinger SE	Germany	EUR	1.604	(21)	604	2.187	0,05	4,8%	0,88	0,84	bb+	3,3%
Koninklijke BAM Groep NV	Netherlands	EUR	1.093	3	219	1.316	0,03	2,8%	1,52	1,48	bb	4,3%
Carillion plc	United Kingdom	GBP	1.259	22	693	1.974	0,14	12,1%	0,90	0,79	bb+	3,3%
Hochtief AG	Germany	EUR	6.986	933	1.303	9.223	0,12	10,5%	0,97	0,87	bbb-	2,8%
Salini Impregilo S.p.A.	Italy	EUR	1.774	77	390	2.241	0,21	17,4%	0,77	0,64	bb+	3,3%
Skanska AB (publ)	Sweden	SEK	75.220	154	4.831	80.205	0,00	0,2%	1,04	1,03	bbb+	2,0%
Strabag SE	Austria	EUR	2.681	260	52	2.992	0,00	0,0%	0,66	0,66	bbb+	2,0%
Average								8,3%	1,00	0,88		3,1%
Smoothed average*								8,0%	0,90	0,82		3,1%
Median								7,6%	0,97	0,81		3,3%
Max								18,8%	1,52	1,48		4,3%
Min								0,0%	0,66	0,64		2,0%

\*Non considera le rilevazioni minima e massima

*[Handwritten signature]*



**Allegato 2 (1 di 4)**

NOPAT Territoriale: NOPAT Medio 2020-2019

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	427,5	373,8	361,3	376,3	
Abroad	83,5	152,5	252,0	387,5	280,5	
Revenues	413,1	460,0	625,8	742,8	656,8	679,5
Y-o-Y growth		11,4%	32,2%	16,2%	-11,6%	
EBITDA	26,8	15,3	49,4	55,6	41,6	46,7
Y-o-Y growth		-43,0%	164,6%	11,0%	-25,1%	
EBitda Margin	6,5%	3,3%	8,2%	7,5%	6,3%	6,9%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	27,2
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	4,0%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(8,3)
% EBIT	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,8	2,6	16,8	24,4	13,3	18,9
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,8	2,2	12,8	17,0	8,4	

**Σ Discounted NOPAT 51,2**

Long Term NOPAT	18,9
WACC	9,5%
"g" rate	2,0%
Undiscounted Terminal Value	251,6
Discount Factor	0,6
<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>159,8</b>

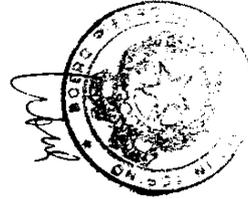
**EV - Income Model 211,0**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 303,4**

(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRP)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	15,2
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>281,9</b>

*Luca*  
*Amelia*

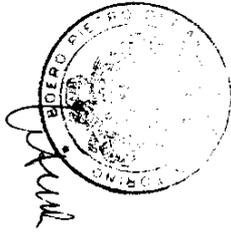


**Allegato 2 (2 di 4)**

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2018

Income Model - Asset Side C/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	297,5	373,2	361,3	376,3	
Abroad	23,5	162,5	252,0	381,5	280,5	
Revenues	413,1	460,0	635,8	742,8	656,8	678,5
Yo-Y growth		11,4%	35,2%	16,0%	-11,6%	
EBITDA	26,8	15,3	40,4	55,5	41,6	45,7
Yo-Y growth		-43,0%	164,6%	32,0%	-25,1%	
EBitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,7%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
Non revenues	-0,4%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
Non revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	26,2
AOS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,9%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(8,0)
Non Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,8	2,6	16,8	24,4	13,3	18,2
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,8	2,2	12,8	17,0	8,4	

Discounted NOPAT	51,2
Long Term NOPAT	18,2
WACC	9,5%
W rate	2,0%
Undiscounted Terminal Value	242,4
Discount Factor	0,6
Discounted Terminal Value	154,0
<b>EV - Income Model</b>	<b>205,1</b>
Equity Investments	92,5
<b>Total EV - Income Model</b>	<b>297,6</b>
(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRF)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	15,2
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>276,1</b>



ET

**Allegato 2 (3 di 4)**

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2017

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	497,5	373,8	361,3	376,3	
Abroad	23,5	162,5	268,0	381,5	280,5	
Revenues	413,1	660,0	635,8	742,8	656,8	678,5
Y-o-Y growth		11,4%	38,2%	16,8%	-11,6%	
EBITDA	26,8	15,3	40,4	55,6	41,6	40,1
Y-o-Y growth		-43,0%	164,6%	27,6%	-25,1%	
EBitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	5,9%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	20,6
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,0%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(6,3)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,8	2,6	16,8	24,4	13,3	14,3
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,8	2,2	12,8	17,0	8,4	

**E Discounted NOPAT 51,2**

Long Term NOPAT 14,3

WACC 9,5%

g rate 2,0%

Undiscounted Terminal Value 190,5

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 121,0**

**EV - Income Model 172,2**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 264,6**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRP) (4,7)

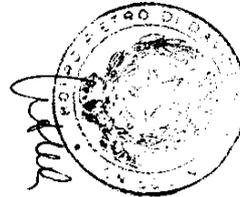
Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 243,1**

*Handwritten signatures and initials*



**Allegato 2 (4 di 4)**

NOPAT Terminale: NOPAT Medio 2020-2016

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	395,6	497,5	573,8	661,3	396,3	
Abruzzo	23,5	150,5	150,0	201,5	180,5	
Revenues	413,1	460,0	635,8	742,8	556,8	678,5
Yo-Y growth		11,4%	38,2%	16,6%	-11,6%	
EBITDA	26,8	15,3	40,4	55,0	41,6	39,4
Yo-Y growth		-43,0%	164,0%	33,6%	-24,1%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,4%	6,3%	5,8%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-3,5%	-2,4%
EBIT	17,0	3,8	24,2	35,2	19,2	19,9
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	3,4%	2,9%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(6,9)	(6,1)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,8	2,6	16,8	24,4	13,3	13,8
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,8	2,2	12,8	17,0	8,4	

**E Discounted NOPAT 51,2**

Long Term NOPAT 13,8

WACC 9,5%

g rate\* 3,0%

Undiscounted Terminal Value 183,8

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 116,7**

**EV - Income Model 167,9**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 260,4**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 238,8**



ST

**Allegato 3 (1 di 10)**

Rettifiche New Intake 0% & Ebitda Margin Medio

<b>Income Model - Asset Side C/min</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>TV</b>
Italy	389,8	597,5	573,8	561,3	376,3	
Abroad	23,5	162,5	262,0	381,5	280,5	
<b>Revenues</b>	<b>413,1</b>	<b>460,0</b>	<b>635,8</b>	<b>742,8</b>	<b>656,8</b>	<b>678,5</b>
Y-o-Y growth		11,4%	38,2%	15,8%	-11,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>15,3</b>	<b>40,4</b>	<b>55,6</b>	<b>41,6</b>	<b>45,6</b>
Y-o-Y growth		-43,0%	164,0%	37,6%	-45,1%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,7%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
<b>EBIT</b>	<b>17,0</b>	<b>3,8</b>	<b>24,2</b>	<b>35,2</b>	<b>19,2</b>	<b>26,1</b>
ROE Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,9%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(8,0)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>	<b>18,1</b>
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,8</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,4</b>	

**E Discounted NOPAT 51,2**

Long Term NOPAT 18,1

WACC 9,5%

"g rate" 2,0%

Undiscounted Terminal Value 241,5

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 153,4**

**EV - Income Model 204,6**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 297,0**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 275,5**



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*

### Allegato 3 (2 di 10)

Rettifiche New Intake 0% & Ebitda Margin Minimo

Income Model - Asset Side C/ mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	399,6	397,5	373,8	364,3	376,3	
Abroad	23,5	14,5	29,0	38,5	28,5	
Revenues	413,1	460,0	626,8	742,3	655,3	678,5
Yo-Y growth		11,4%	35,2%	16,0%	-11,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>15,3</b>	<b>40,4</b>	<b>55,6</b>	<b>41,6</b>	<b>43,0</b>
Yo-Y growth		-43,0%	164,0%	27,6%	-45,1%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,3%	6,3%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,2)	(3,7)	(3,3)	(3,1)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(13,0)	(16,6)	(19,2)	(16,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
<b>EBIT</b>	<b>17,0</b>	<b>3,8</b>	<b>24,2</b>	<b>35,2</b>	<b>19,2</b>	<b>23,5</b>
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,5%
Taxes	(5,2)	(1,2)	(7,4)	(10,8)	(5,9)	(7,2)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>16,8</b>	<b>24,4</b>	<b>13,3</b>	<b>16,3</b>
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,8</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,4</b>	

**€ Discounted NOPAT 51,2**

Long Term NOPAT 16,3

WACC 9,5%

g rate 2,0%

Undiscounted Terminal Value 217,4

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 138,1**

**EV - Income Model 189,3**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 281,8**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,6)

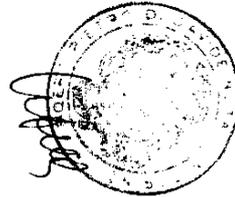
(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 260,2**



Handwritten initials or signature.

**Allegato 3 (3 di 10)**

**Rettifiche New Intake 5% & Ebitda Margin Medio**

<b>Income Model - Asset Side C/min</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>TV</b>
<i>Italy</i>	389,6	385,9	370,3	355,8	370,0	
<i>Abroad</i>	23,2	160,8	257,8	372,0	269,0	
<b>Revenues</b>	<b>412,8</b>	<b>456,6</b>	<b>628,1</b>	<b>727,8</b>	<b>639,0</b>	<b>665,0</b>
<i>Y-o-Y growth</i>		10,6%	37,8%	15,2%	-12,2%	
<b>EBITDA</b>	<b>20,7</b>	<b>15,0</b>	<b>39,8</b>	<b>54,4</b>	<b>39,9</b>	<b>44,5</b>
<i>Y-o-Y growth</i>		-43,8%	166,0%	36,5%	-25,6%	
<b>Ebitda Margin</b>	<b>6,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,7%</b>
<b>Provisions</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,0)</b>
<i>% on revenues</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>
<b>D&amp;A</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(10,1)</b>	<b>(12,8)</b>	<b>(15,3)</b>	<b>(18,5)</b>	<b>(16,1)</b>
<i>% on revenues</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-2,4%</i>
<b>EBIT</b>	<b>16,9</b>	<b>3,6</b>	<b>23,8</b>	<b>34,4</b>	<b>18,2</b>	<b>25,3</b>
<b>ROS Margin</b>	<b>4,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Taxes</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(10,6)</b>	<b>(5,6)</b>	<b>(7,8)</b>
<i>% Ebit</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-30,6%</i>
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,5</b>	<b>16,5</b>	<b>23,9</b>	<b>12,7</b>	<b>17,6</b>
<i>Discount Factor</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,7</b>	<b>2,1</b>	<b>12,6</b>	<b>16,6</b>	<b>8,0</b>	

**E Discounted NOPAT 50,1**

*Long Term NOPAT 17,6*

*WACC 9,5%*

*g rate\* 2,0%*

**Undiscounted Terminal Value 234,4**

*Discount Factor 0,6*

**Discounted Terminal Value 148,9**

**EV - Income Model 199,0**

*Equity Investments 92,5*

**Total EV - Income Model 291,4**

*(Bank Loans) (60,9)*

*(Leasing) (2,5)*

*(TRF) (4,7)*

*Claims Q4 2015 37,1*

*Cash & Equivalents 13,3*

*Financial Receivables 16,2*

**Equity Value - Income Model 269,9**



*Am. Rich. [Signature]*

### Allegato 3 (4 di 10)

Rettifiche New Intake 5% & Ebitda Margin Minimo

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	395,8	390,3	355,8	370,0	
Abroad	21,2	160,8	227,8	378,0	269,0	
Revenues	412,8	456,6	628,1	727,8	639,0	665,0
Yo-Y-growth		10,6%	32,6%	15,2%	-12,2%	
EBITDA	26,7	15,0	39,8	54,4	39,2	41,6
Yo-Y-growth		-43,8%	165,0%	36,6%	-20,9%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,1%	6,3%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,2)	(3,0)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,1)	(12,8)	(16,3)	(18,5)	(16,1)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	16,9	3,6	23,8	34,4	18,2	22,4
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,9%	3,4%
Taxes	(5,2)	(1,1)	(7,3)	(10,5)	(5,6)	(6,9)
% Ebit	-30,8%	-30,6%	-30,6%	-30,5%	-30,8%	-30,8%
<b>NOPAT</b>	<b>11,8</b>	<b>2,5</b>	<b>16,5</b>	<b>23,9</b>	<b>12,7</b>	<b>15,6</b>
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,7</b>	<b>2,1</b>	<b>12,6</b>	<b>16,6</b>	<b>8,0</b>	

**€ Discounted NOPAT 50,1**

Long Term NOPAT 15,6

WACC 9,5%

"g rate" 2,0%

Undiscounted Terminal Value 207,6

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 131,9**

**EV - Income Model 182,0**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 274,4**

(Bank Loans) (60,0)

(Leasing) (2,5)

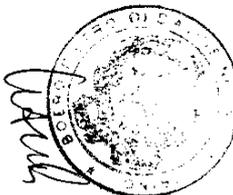
(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 282,9**



Handwritten signature or mark.

**Allegato 3 (5 di 10)**

Rettifiche New Intake 10% & Ebitda Margin Medio

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	399,6	294,2	366,8	390,4	313,8	
Abroad	22,9	156,0	453,6	368,5	257,4	
Revenues	412,5	453,2	620,3	712,9	621,2	651,5
Yo-Y growth		8,8%	36,9%	14,8%	-14,8%	
EBITDA	26,7	14,8	39,2	53,1	38,2	43,2
Yo-Y growth		-44,7%	165,5%	35,4%	-28,0%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,2%	6,6%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,1)	(3,0)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,7)	(15,9)	(17,8)	(15,8)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	16,9	3,4	23,4	33,7	17,3	24,6
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,8%	3,8%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,2)	(10,3)	(5,3)	(7,5)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
<b>NOPAT</b>	<b>11,7</b>	<b>2,4</b>	<b>16,8</b>	<b>23,4</b>	<b>12,0</b>	<b>17,0</b>
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Discounted NOPAT</b>	<b>10,7</b>	<b>2,0</b>	<b>12,4</b>	<b>16,8</b>	<b>7,6</b>	

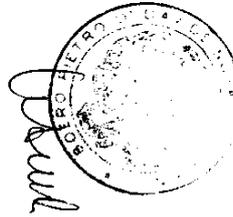
**€ Discounted NOPAT 49,0**

Long Term NOPAT	17,0
WACC	9,5%
"g rate"	3,0%
Undiscounted Terminal Value	227,2
Discount Factor	0,6
<b>Discounted Terminal Value</b>	<b>144,3</b>

**EV - Income Model 193,3**

Equity Investments	92,5
<b>Total EV - Income Model</b>	<b>285,8</b>

(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRF)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	16,2
<b>Equity Value - Income Model</b>	<b>264,2</b>



*Handwritten signature: Am. Am. Am.*

**Allegato 3 (6 di 10)**

Rettifiche New Intake 10% & Ebitda Margin Minimo

<i>Income Model - Asset Side C/mln</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,5	394,2	366,8	359,4	363,8	
Abroad	22,9	159,0	233,6	368,3	257,4	
Revenues	412,5	453,2	620,3	712,9	621,2	651,5
Yo-Y Growth		9,9%	36,9%	14,6%	-12,9%	
EBITDA	26,7	14,8	39,2	53,1	35,2	40,1
Yo-Y Growth		-44,7%	165,5%	35,4%	-22,0%	
Ebitda Margin	6,5%	3,3%	6,3%	7,5%	6,2%	6,2%
Provisions	(2,0)	(1,4)	(3,1)	(3,6)	(3,1)	(3,0)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,7)	(15,9)	(17,8)	(15,8)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-2,9%	-2,4%
EBIT	16,9	3,4	23,4	33,7	17,3	21,4
ROS Margin	4,1%	0,8%	3,8%	4,7%	2,8%	3,3%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,2)	(10,3)	(5,3)	(5,5)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,4	16,3	23,4	12,0	14,8
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	2,0	12,4	16,3	7,6	

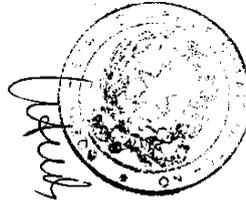
**€ Discounted NOPAT 49,9**

Long Term NOPAT	14,8
WACC	9,5%
"g" rate	2,0%
Undiscounted Terminal Value	197,7
Discount Factor	0,6
<b>Discounted Terminal Value 125,6</b>	

**EV - Income Model 174,5**

Equity Investments	92,5
<b>Total EV - Income Model 267,0</b>	

(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRF)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	16,2
<b>Equity Value - Income Model 245,5</b>	



ET

**Allegato 3 (7 di 10)**

Rettifiche New Intake 15% & Ebitda Margin Medio

Income Model - Asset Side €/min	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	398,6	363,2	344,9	357,3	
Abroad	22,6	157,3	249,3	383,0	245,9	
Revenues	412,2	449,8	612,6	698,0	603,4	638,0
Yo-Y growth		9,2%	28,2%	13,9%	-13,6%	
EBITDA	26,7	14,5	38,7	51,9	36,5	42,1
Yo-Y growth		-45,0%	165,0%	34,3%	-49,6%	
Ebitda Margin	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,1%	6,6%
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,1)	(3,5)	(3,0)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,6)	(15,5)	(17,1)	(15,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
EBIT	16,9	3,2	23,0	34,9	16,4	23,8
ROS Margin	4,1%	0,7%	3,8%	4,7%	2,7%	3,7%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,0)	(10,1)	(5,0)	(7,3)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,2	16,0	22,8	11,4	16,5
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	1,9	12,2	15,9	7,2	

**€ Discounted NOPAT 47,9**

Long Term NOPAT 16,5

WACC 9,5%

"g rate" 2,0%

Undiscounted Terminal Value 220,0

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 139,8**

**EV - Income Model 187,6**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 280,1**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 258,6**



*Handwritten signature*

### Allegato 3 (8 di 10)

Retifiche New Intake 15% & Ebitda Margin Minimo

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,5	398,6	363,9	344,0	327,5	
Abroad	21,6	15,3	24,3	23,0	21,5	
Revenues	412,2	449,8	612,6	698,0	603,4	638,0
Yo-Y growth		9,2%	35,8%	15,6%	-13,6%	
EBITDA	26,7	14,5	38,7	51,9	35,5	38,6
Yo-Y growth		-45,3%	165,0%	34,3%	-29,6%	
Ebitda Margin	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,1%	6,1%
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,1)	(3,5)	(3,0)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(10,0)	(12,6)	(15,5)	(17,1)	(15,4)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
EBIT	16,9	3,2	23,0	38,9	16,4	20,3
ROS Margin	4,1%	0,7%	3,8%	4,7%	2,7%	3,1%
Taxes	(5,2)	(1,0)	(7,0)	(10,1)	(5,0)	(5,2)
% Ebit	-30,8%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,2	16,0	22,8	11,4	14,1
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	1,9	12,2	15,9	7,2	

**E Discounted NOPAT 47,9**

Long Term NOPAT	14,1
WACC	9,5%
"g" rate	2,0%
Undiscounted Terminal Value	187,8
Discount Factor	0,6
<b>Discounted Terminal Value 119,3</b>	

**EV - Income Model 167,1**

Equity Investments	92,5
<b>Total EV - Income Model 259,6</b>	

(Bank Loans)	(60,9)
(Leasing)	(2,5)
(TRF)	(4,7)
Claims Q4 2015	17,1
Cash & Equivalents	13,3
Financial Receivables	16,2
<b>Equity Value - Income Model 238,1</b>	



Handwritten signature or mark.

**Allegato 3 (9 di 10)**

Rettifiche New Intake 20% & Ebitda Margin Medio

Income Model - Asset Side €/mln	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,6	490,9	399,7	399,5	357,3	
Abroad	22,3	153,5	245,1	343,6	434,3	
Revenues	411,9	446,4	604,8	683,1	585,6	624,5
Yo-Y growth		8,4%	33,5%	12,9%	-14,3%	
EBITDA	26,7	14,3	38,1	50,7	34,8	41,0
Yo-Y growth		-46,4%	166,4%	32,1%	-31,3%	
Ebitda Margin	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,0%	6,6%
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,0)	(3,4)	(2,9)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(9,9)	(12,4)	(15,2)	(16,4)	(15,1)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,4%
EBIT	16,9	3,0	22,6	32,1	15,5	23,0
ROS Margin	4,1%	0,7%	3,7%	4,7%	2,6%	3,7%
Taxes	(5,2)	(0,9)	(6,9)	(9,8)	(4,7)	(7,0)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,1	15,7	22,3	10,8	16,0
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	1,8	12,0	15,5	6,8	

**E Discounted NOPAT 46,8**

Long Term NOPAT 16,0

WACC 9,5%

'g rate' 2,0%

Undiscounted Terminal Value 212,8

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 135,2**

**EV - Income Model 182,0**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 274,4**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 252,9**



*Handwritten signature*

### Allegato 3 (10 di 10)

Rettifiche New Intake 20% & Ebitda Margin Minimo

<i>Income Model - Asset Side C/mln</i>	2016	2017	2018	2019	2020	TV
Italy	389,5	490,9	389,7	389,3	351,3	
Abroad	22,3	155,5	225,1	343,0	234,3	
Revenues	411,9	415,4	604,8	603,1	585,6	624,5
Y-o-Y growth		8,4%	35,5%	15,9%	-1,9%	
EBITDA	26,7	14,3	38,1	50,7	34,8	37,2
Y-o-Y growth		-45,4%	166,4%	23,1%	-31,3%	
Ebitda Margin	6,5%	3,2%	6,3%	7,4%	6,0%	6,0%
Provisions	(2,0)	(1,3)	(3,0)	(3,4)	(2,9)	(2,9)
% on revenues	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
D&A	(7,8)	(9,9)	(12,4)	(15,2)	(16,4)	(15,1)
% on revenues	-1,9%	-2,2%	-2,1%	-2,4%	-2,8%	-2,4%
EBIT	16,9	3,0	22,6	32,1	15,5	19,2
ROS Margin	4,1%	0,7%	3,7%	4,7%	2,6%	3,1%
Taxes	(5,2)	(0,9)	(5,9)	(9,8)	(4,7)	(5,9)
% Ebit	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%	-30,6%
NOPAT	11,7	2,1	15,7	22,3	10,8	13,3
Discount Factor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
Discounted NOPAT	10,7	1,8	12,0	15,5	6,8	

**€ Discounted NOPAT 46,8**

Long Term NOPAT 13,3

WACC 9,5%

"g rate" 2,0%

Undiscounted Terminal Value 177,7

Discount Factor 0,6

**Discounted Terminal Value 112,9**

**EV - Income Model 159,6**

Equity Investments 92,5

**Total EV - Income Model 252,1**

(Bank Loans) (60,9)

(Leasing) (2,5)

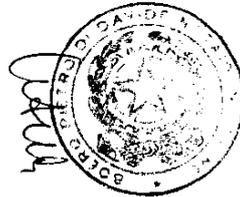
(TRF) (4,7)

Claims Q4 2015 17,1

Cash & Equivalents 13,3

Financial Receivables 16,2

**Equity Value - Income Model 230,6**



Handwritten signature or mark.

**Allegato 4 (1 di 1)**  
**Multipli di Mercato**

	<b>EBITDA</b>		
	estimate <b>CY2016</b>	estimate <b>CY2017</b>	estimate <b>CY2018</b>
Balfour Beatty plc	150	204	-
Bilfinger SE	268	323	407
Koninklijke BAM Groep NV	208	253	296
Carillion plc	267	274	271
Hochtief AG	1.196	1.234	1.274
Salini Impregilo S.p.A.	625	733	-
Skanska AB (publ)	7.840	7.996	8.287
Strabag SE	797	817	803

	<b>EV/EBITDA</b>		
	<b>CY2016</b>	<b>CY2017</b>	<b>CY2018</b>
Balfour Beatty plc	15,4x	11,3x	n.a.
Bilfinger SE	8,2x	6,8x	5,4x
Koninklijke BAM Groep NV	6,3x	5,2x	4,4x
Carillion plc	7,4x	7,2x	7,3x
Hochtief AG	7,7x	7,5x	7,2x
Salini Impregilo S.p.A.	3,6x	3,1x	n.a.
Skanska AB (publ)	10,2x	10,0x	9,7x
Strabag SE	3,8x	3,7x	3,7x
<b>Media</b>	<b>7,8x</b>	<b>6,8x</b>	<b>6,3x</b>
<b>Mediana</b>	<b>7,5x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,3x</b>

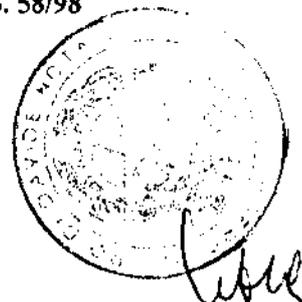


*Agusti*

*Am. Celi*

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE  
ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO E SESTO COMMA  
DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98**

Agli Azionisti di  
ASTM S.p.A.



## I. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con conferimento non in denaro e conseguente esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98 ("TUF"), abbiamo ricevuto da ASTM S.p.A. ("Società", "ASTM" oppure "Società Conferitaria") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 14 marzo 2016 (la "Relazione"). La Relazione illustra e motiva la proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione di ASTM (il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento adottato con Deliberazione Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche, per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione di ASTM, pari a Euro 11,64 ciascuna (il "Prezzo di Emissione").

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale (l'"Aumento di Capitale") di ASTM a pagamento, per un importo massimo di Euro 128.023.704,00 (comprensivo del sovrapprezzo), mediante emissione di massime n. 10.998.600 nuove azioni ordinarie ASTM, prive del valore nominale, da liberarsi ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile, mediante conferimento in natura da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. ("Società Conferenti") delle partecipazioni dalle stesse detenute nel capitale sociale di Itinera S.p.A. ("Itinera"), complessivamente pari al 53,35% (il "Conferimento" e, insieme all'Aumento di Capitale, l'"Operazione").

L'Aumento di Capitale sarà riservato a Argo Finanziaria S.p.A. e a Codelfa S.p.A., che diverranno preventivamente titolari e proprietarie di partecipazioni in Itinera pari rispettivamente al 43,9% e al 9,45% del capitale sociale di quest'ultima (le "Partecipazioni Oggetto di Conferimento").

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria di ASTM fissata per il giorno 28 aprile 2016.

Nella Relazione gli Amministratori segnalano che l'Operazione rappresenta un'operazione con parte correlata, dato che Argo Finanziaria S.p.A. è azionista di controllo di ASTM, con una percentuale di possesso del capitale ordinario pari al 53,39%. Inoltre Argo Finanziaria S.p.A., ASTM e Codelfa S.p.A. risultano direttamente o indirettamente controllate dalla Aurelia S.r.l.. Viene precisato che, sulla base del regolamento adottato da Consob con delibera 17221/2010, come successivamente modificato e integrato (il "Regolamento Parti Correlate"), e dalla procedura della Società disciplinante le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione del 26 novembre 2010, come successivamente modificata (la "Procedura OPC"), tale operazione è qualificabile come di "maggiore rilevanza". Pertanto gli Amministratori informano che la predetta Procedura OPC è stata debitamente espletata e si è conclusa con il rilascio del parere favorevole al perfezionamento dell'Operazione da parte del comitato controllo e rischi di ASTM composto dagli amministratori indipendenti Prof. Flavio Dezzani (Presidente), Ing. Giuseppe Garofano e Ing. Barbara Poggiali (il "Comitato OPC"), anche tenuto conto del parere favorevole dell'*advisor* indipendente Prof. Sandro Frava nominato dal Comitato OPC medesimo.

Nell'ambito dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di ASTM si è avvalso dell'attività di supporto di Nomura International Plc, in qualità di *advisor* esterno ("Nomura" o l'"*Advisor*") che ha provveduto ad emettere, in data 14 marzo 2016, una *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Operazione. Le analisi svolte dall'*Advisor* sono state considerate dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

Inoltre, il Prof. Enrico Cotta Ramusino, ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Pavia, in qualità di esperto indipendente, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile (di seguito anche "Esperto Indipendente"), nominato congiuntamente dalle Società Conferenti e dalla Società Conferitaria, ha provveduto ad emettere, in data 4 aprile 2016, la propria valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Con riferimento all'Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione di ASTM ci ha richiesto di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile, e dell'art. 158, primo comma, TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di ASTM, nonché sulla loro corretta applicazione.

## 2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, in data 14 marzo 2016, ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento per un importo massimo, comprensivo di soprapprezzo, di Euro 128.023.704,00, mediante emissione di massime n. 10.998.600 azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante il Conferimento di partecipazioni azionarie.



Gli Amministratori danno conto che a seguito di interlocuzioni fra ASTM e la controllante Argo Finanziaria S.p.A. è emersa l'opportunità per ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, società in cui ASTM già detiene, in via diretta e indiretta (per il tramite di Società Autostrada Torino-Alessandria-Piacenza S.p.A., di seguito "SATAP", a sua volta controllata da SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., di seguito "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.

Alla data della presente relazione il capitale sociale di Itinera risulta così ripartito:

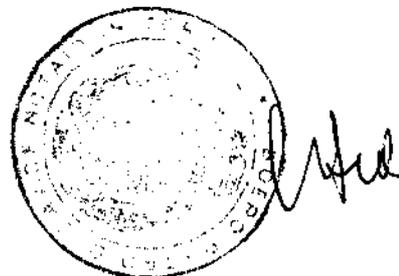
<u>Socio</u>	<u>N. azioni</u>	<u>% capitale</u>
ASTM S.p.A.	13.888.000	17,020442%
Finanziaria di Costruzioni S.p.A. (*)	35.817.907	43,896646%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1	0,000001%
Partecipazioni Costruzioni S.p.A. (**)	7.708.000	9,446541%
SATAP S.p.A.	24.182.091	29,636368%
SEA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

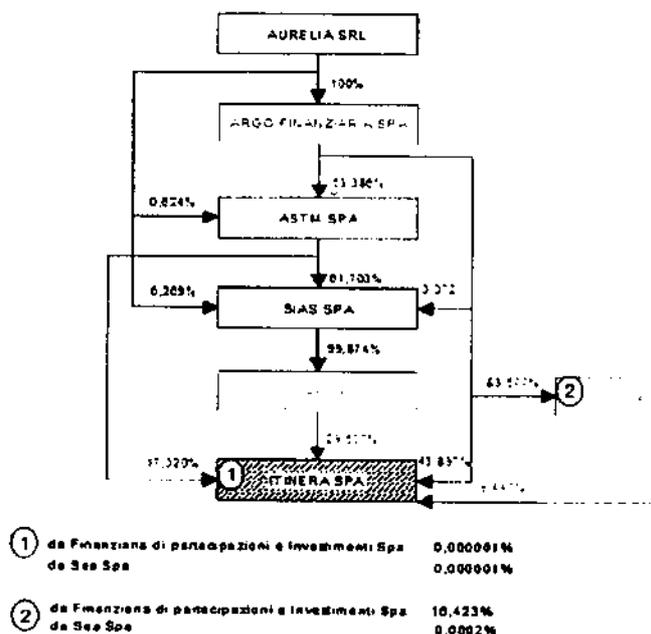
(\*) società controllata da Aurelia International S.r.l.

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

Nella loro Relazione gli Amministratori ricordano che, nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione del gruppo in corso di completamento, 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, da Argo Finanziaria S.p.A. e dalla sua controllata Codelfa S.p.A., le quali verranno pertanto a detenere in via diretta una partecipazione pari, rispettivamente, al 43,9% ed al 9,45% del capitale sociale di Itinera.

Pertanto, ad esito dei predetti trasferimenti, l'assetto partecipativo in Itinera assumerà la seguente configurazione:





Gli Amministratori affermano che, al fine di consentire ad ASTM di assumere una partecipazione di controllo in Itinera, in modo da realizzare gli obiettivi industriali di seguito illustrati, Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. si sono rese disponibili a conferire in natura le partecipazioni che verranno a detenere nel capitale sociale di Itinera. A questo proposito, il Consiglio di Amministrazione di ASTM riunitosi in data 14 marzo 2016, previo parere favorevole del Comitato OPC, ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci la proposta di Aumento di Capitale riservato alle Società Conferenti e funzionale al Conferimento in favore di ASTM, da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A., delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento.

Nella loro Relazione gli Amministratori affermano che l'Aumento di Capitale ha una significativa valenza industriale per la Società e il suo gruppo. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ricorda che 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.

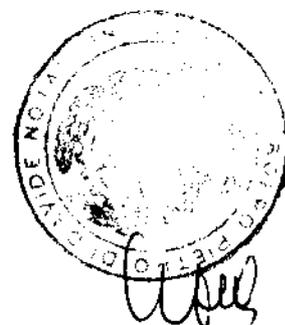
Gli Amministratori ricordano inoltre che, tenuto anche conto del recente accordo di investimento stipulato con CR Almeida S.A. circa l'acquisizione (realizzata in parte direttamente da ASTM e in parte dalla controllata SIAS) del controllo congiunto di Ecorodovias/VEM, l'Operazione potrebbe consentire 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 relativo sviluppo è prevalentemente connesso alla realizzazione di



*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 SLAS. Infine, sempre secondo quanto riferito dagli Amministratori, l'Operazione potrebbe comportare 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.

Al fine di meglio illustrare gli effetti dell'Operazione sulla compagine sociale di ASTM, gli Amministratori hanno riportato nella Relazione la composizione del capitale sociale di ASTM pre e post Aumento di Capitale a servizio del Conferimento.

Socio	% Ante Aumento di Capitale	% Post Aumento di Capitale
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 Finanziaria S.p.A.

\*\* comprensivo delle azioni ASTM detenute direttamente e di quelle detenute tramite Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A.

\*\*\* azioni proprie

Ai fini della determinazione del valore di Itinera, il Consiglio di Amministrazione di ASTM, d'intesa con i consigli di amministrazione di Argo Finanziaria S.p.A. e di Codelfa S.p.A., ha ritenuto di avvalersi, come sopra indicato, della disciplina di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), Codice Civile, per l'individuazione del valore del bene oggetto del Conferimento e, quindi, ai fini della determinazione dell'aumento di capitale e dell'eventuale sovrapprezzo, di una valutazione predisposta da un esperto indipendente da chi effettua il Conferimento. L'Esperto Indipendente, nella propria relazione depositata in data 4 aprile 2016, ha pertanto concluso che il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'Aumento di Capitale, comprensivo di sovrapprezzo, di ASTM.

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha ritenuto altresì di avvalersi 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.

Nella loro Relazione gli Amministratori indicano inoltre che, ai fini della realizzazione dell'Operazione, ASTM e le Società Conferenti hanno negoziato un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") volto a disciplinare tra l'altro: (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. Inoltre, dal momento che lo Statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Società Conferenti e la Società Conferitaria hanno negoziato con gli altri soci di Itinera (e in particolare con SATAP e la sua

controllante SIAS) un accordo ancillare (l'“**Accordo Ancillare**”), la cui stipula costituisce condizione sospensiva dell'Operazione, con cui questi ultimi hanno rinunciato all'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, secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, 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 significativa di Itinera) una rappresentanza nel consiglio di amministrazione proporzionata alla misura 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 consti il consenso unanime dei soci.

### 3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti cui non spetta il diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale a servizio del Conferimento.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica di ASTM, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento, che rimangono oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile effettuata dall'Esperto Indipendente nominato congiuntamente dalla Società Conferitaria e dalle Società Conferenti.

### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

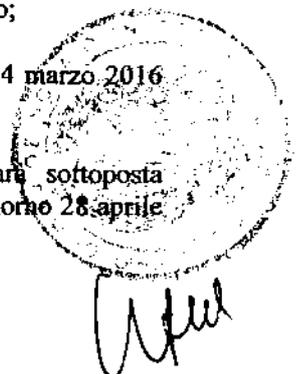
Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da ASTM, per le sole finalità del nostro incarico, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- la Relazione illustrativa per l'Aumento di Capitale a servizio del Conferimento predisposta dal Consiglio di Amministrazione in data 14 marzo 2016 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72, quarto comma, del Regolamento Consob n° 11971/99 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato;
- il verbale in corso di allibrazione del Consiglio di Amministrazione del 14 marzo 2016 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- lo Statuto di ASTM e la proposta di modifica allo stesso che sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 28 aprile 2016;

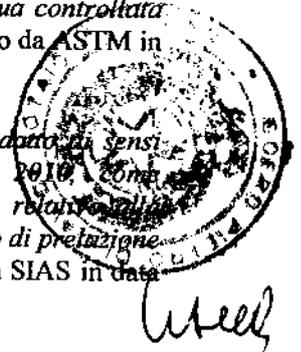


*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*



- il documento di analisi predisposto da Nomura, comprensivo dei dati economico-finanziari prospettici del Gruppo ASTM predisposti dalla Direzione della Società (le "Proiezioni Economico-Finanziarie ASTM") e la *fairness opinion* emessa da Nomura in data 14 marzo 2016, in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Operazione, inteso come numero delle nuove azioni ASTM, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini del presente parere;
- il "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." pubblicato da ASTM in data 21 marzo 2016 (il "Documento Informativo ASTM");
- il "Documento informativo relativo ad operazioni con parti correlate redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, relativo alla rinuncia da parte della controllata S.A.T.A.P. S.p.A. all'esercizio del diritto di prelazione su azioni di Itinera S.p.A.", comprensivo dei relativi allegati, pubblicato da SIAS in data 21 marzo 2016 (il "Documento Informativo SIAS");
- il "Parere del Comitato Controllo e Rischi con funzione di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, relativo al conferimento in natura da parte di Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. a ASTM della partecipazione in Itinera S.p.A." emesso in data 14 marzo 2016, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini del presente parere;
- il "Parere in merito all'equo rapporto di concambio fra azioni Itinera S.p.A. ed ASTM S.p.A." rilasciato dal Prof. Sandro Frova in data 14 marzo 2016 a beneficio del Comitato OPC di ASTM, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini del presente parere;
- il progetto di bilancio separato chiuso al 31 dicembre 2015 di ASTM S.p.A. approvato dal Consiglio di Amministrazione di ASTM S.p.A. in data 10 marzo 2016, in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 22 marzo 2016;
- il bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2015 del Gruppo ASTM approvato dal Consiglio di Amministrazione di ASTM S.p.A. in data 10 marzo 2016, in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 22 marzo 2016;
- il bilancio separato chiuso al 31 dicembre 2014 di ASTM S.p.A., in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 23 marzo 2015;
- il bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2014 del Gruppo ASTM, in relazione al quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione senza rilievi in data 23 marzo 2015;



- il comunicato stampa congiunto di ASTM e SIAS emesso in data 18 dicembre 2015 in relazione all'operazione Ecorodovias;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

A soli fini informativi, inoltre, abbiamo ottenuto la valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento al 31 dicembre 2015 emessa ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile in data 4 aprile 2016 dal Prof. Enrico Cotta Ramusino in qualità di Esperto Indipendente nominato da Argo Finanziaria S.p.A., Codelfa S.p.A. e ASTM.

Infine, abbiamo ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata da ASTM in data 4 aprile 2016, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di ASTM, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## 5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

### 5.1 DESCRIZIONE SINTETICA DELLE METODOLOGIE ADOTTATE

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ASTM, il Consiglio di Amministrazione, con il supporto dell'Advisor, ha utilizzato, quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* (DDM) e, quale metodo di controllo, il *Net Asset Value* ("NAV") rettificato in particolare 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.

#### Applicazione del Metodo del *Dividend Discount Model* (DDM) come metodo principale

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 dagli Amministratori sulla base della 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 dagli Amministratori 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 (seppure gli Amministratori non 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 prudentiale 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 gli Amministratori ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 10,53 ed Euro 12,79.

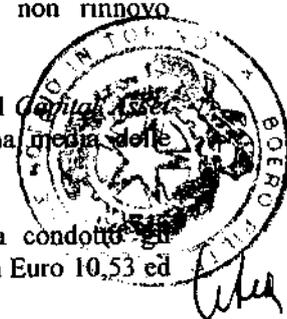
Nella Relazione il Consiglio di Amministrazione sottolinea che tale valutazione è riferita alle azioni di nuova emissione con godimento regolare (1° gennaio 2016) e che, pertanto, esclude l'incasso di Euro 0,25 per azione derivante dalla proposta di destinazione dell'utile d'esercizio in favore delle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

Applicazione del Metodo del *Net Asset Value* ("NAV"), successivamente rettificato ("*Adjusted NAV*"), come metodo di controllo

Tenuto conto, come sopra già evidenziato, della struttura di *holding* di ASTM (il cui principale *asset* è rappresentato dalla partecipazione in SIAS), gli Amministratori hanno 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 dal Consiglio di Amministrazione sulla base dei seguenti principali criteri:

- 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 12 mesi (calcolabile con cadenza trimestrale dai resoconti finanziari di ASTM) e tenendo conto della partecipazione in SLAS 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 dell'applicazione di tale metodo di controllo, gli Amministratori hanno 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 dal Consiglio di Amministrazione due aggiustamenti, nel seguente ordine:

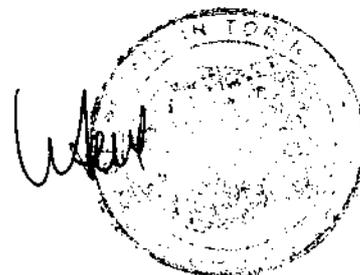
- (i) la detrazione di Euro 0,25 per azione per tenere conto della proposta di distribuzione dell'utile d'esercizio in favore delle azioni ASTM attualmente in circolazione, che verrà sottoposta all'esame dell'Assemblea dei Soci il prossimo 28 aprile;
- (ii) l'applicazione di un *holding discount*, stimato dagli Amministratori, con il supporto dell'*Advisor*, 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*. Gli Amministratori riferiscono altresì che 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 gli Amministratori ad individuare un valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 11,48 ed Euro 12,45.

In ragione di quanto precede, gli Amministratori riferiscono che 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.

## 5.2 DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE A SERVIZIO DEL CONFERIMENTO

Il Consiglio di Amministrazione di ASTM, anche con il supporto dell'*Advisor*, ha condotto una stima analitica e di mercato del valore economico di ASTM, secondo quanto già rilevato al par. 5.1 che precede. Tenuto conto delle risultanze emergenti dall'applicazione dei differenti metodi adottati per la stima del valore della Società, riportate al precedente par. 5.1, nell'ambito delle negoziazioni intervenute tra ASTM e le Società Conferenti, il Consiglio di Amministrazione ha individuato il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ASTM da emettere a fronte del Conferimento in Euro 11,64 ciascuna.



Gli Amministratori riferiscono che il Prezzo di Emissione:

- (i) si colloca all'interno dei *range* di valutazione 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 (le "Medie delle Quotazioni").

In relazione a tale confronto, gli Amministratori evidenziano 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 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 Prezzo di Emissione selezionato, non sono correttamente comparabili con le medie sopra riportate 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 Prezzo di Emissione selezionato (Euro 11,64), gli Amministratori hanno considerato quest'ultimo valore in versione "*cum-dividend*", ovvero includendo l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25.

Il confronto tra le Medie delle Quotazioni è quindi stato effettuato dal Consiglio di Amministrazione con il Prezzo di Emissione "*cum-dividend*", pari ad Euro 11,89, ed è di seguito riportato:

Prezzi medi alla data 11 marzo 2016	Prezzo medio ponderato per volumi	Premio Prezzo di Emissione <i>cum-dividend</i> (Euro 11,89) sul 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 Prezzo 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 Prezzo 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. Gli Amministratori hanno inoltre riferito di ritenere, 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, il Consiglio di Amministrazione evidenzia che la congruità del Prezzo di Emissione è stata altresì dagli stessi rilevata, in via teorica, anche in ragione del possibile maggior effetto diluitivo degli azionisti 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.

#### 6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione gli Amministratori non evidenziano particolari difficoltà incontrate dagli stessi nell'ambito del processo di valutazione di ASTM, ancorché gli stessi evidenzino che i valori presi in esame non riflettono le possibili sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'Operazione e non tengono pertanto conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative degli Amministratori sono state basate sulle informazioni e sulle condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse.

#### 7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base delle analisi svolte, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie ASTM, nell'ambito dell'Aumento di Capitale, in:

**Euro 11,64 per azione**

di cui Euro 11,14 a titolo di sovrapprezzo.

#### 8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il verbale in corso di allibrazione del Consiglio di Amministrazione di ASTM del 14 marzo 2016;
- svolto una lettura critica della Relazione illustrativa per l'Aumento di Capitale a servizio del Conferimento predisposta dal Consiglio di Amministrazione in data 14 marzo 2016 e, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini della presente relazione, del parere del Comitato OPC;
- esaminato il documento di analisi predisposto dall'Advisor e la *fairness opinion* emessa dall'Advisor, rilasciati in data 14 marzo 2016, per gli aspetti concernenti la Società e quindi rilevanti ai fini della presente relazione;



Handwritten signatures and initials on the right side of the page, including a large signature and the word 'Cofin'.

- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente di ASTM e la proposta di modifica allo stesso;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, il Documento Informativo ASTM e il Documento Informativo SIAS;
- analizzato, sulla base di discussioni con il *Management* di ASTM e con l'*Advisor*, il lavoro svolto dagli Amministratori per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- analizzato elementi informativi connessi ai parametri utilizzati per la determinazione dell'*holding discount* applicato dagli Amministratori ai fini della valutazione con il metodo di controllo dell'*Adjusted NAV*;
- esaminato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i criteri valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ASTM e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo rilevato nei diversi intervalli di 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi precedenti la data dell'11 marzo 2016, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori;
- svolto autonome analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di ASTM, anche con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazione nei parametri assunti;
- discusso con il *Management*, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, le Proiezioni Economico-Finanziarie ASTM allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano;
- raccolto, attraverso colloqui con il *Management*, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione delle Proiezioni Economico-Finanziarie ASTM, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle proiezioni stesse, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- ricevuto formale attestazione del legale rappresentante di ASTM sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a sua conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

#### 9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

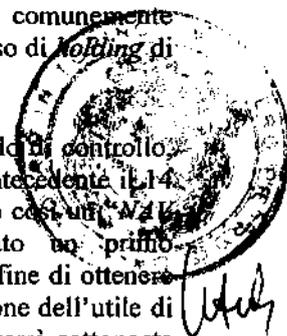
La Relazione degli Amministratori descrive al par. 3.2.2 le motivazioni sottostanti le metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di ASTM, come riportati nel paragrafo 3.2.2 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di ASTM è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione ricorrendo ad una pluralità di metodi, secondo criteri ampiamente condivisi nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i relativi valori stimati per la Società.
- La valutazione del capitale economico di ASTM è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione per le finalità specifiche dell'Operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale in sede di valutazione delle *holding* di partecipazioni.
- Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni gli Amministratori hanno utilizzato, quale metodo principale, il *Dividend Discount Model* ("DDM") e, quale metodo di controllo, il *Net Asset Value* ("NAV") rettificato in particolare per tenere conto della natura di *holding* finanziaria di ASTM (*holding discount*). I valori ottenuti dall'applicazione della metodologia principale e di quella di controllo sono stati poi sottoposti ad ulteriore verifica attraverso il confronto con i valori medi delle quotazioni ponderati per i volumi scambiati rilevati per il titolo ASTM in diversi orizzonti temporali.
- Nell'applicazione di tali metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Il metodo *Dividend Discount Model* (il "DDM"), adottato dagli Amministratori in via principale, risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. La scelta di utilizzare il DDM come metodo di valutazione principale, piuttosto che ulteriori metodi finanziari frequentemente utilizzati nella prassi, è stata motivata dagli Amministratori sulla base della natura di *holding company* di ASTM, essendo tale metodologia in grado di riflettere il ritardo temporale nella percezione dei dividendi da parte delle partecipate e la *structural subordination* che caratterizza la Società. La scelta della metodologia principale, effettuata dagli Amministratori tenendo conto delle specifiche caratteristiche della Società, appare nelle circostanze motivata, ragionevole e non arbitraria.
- Sotto il profilo dell'applicazione della metodologia principale, nella Relazione degli Amministratori vengono indicati i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per lo sviluppo del DDM (*dividend payout ratio*, *terminal value*,  $K_e$  e coefficiente Beta) e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione degli stessi. Si segnala in particolare che, nella determinazione dei flussi di dividendi per gli azionisti, gli Amministratori hanno ritenuto di non tenere conto dei potenziali flussi relativi all'operazione Ecorodovias in Brasile, non essendo tale operazione ancora formalmente completata. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate, ragionevoli e non arbitrarie ed hanno condotto ad individuare un intervallo di valore unitario per azione ASTM compreso tra Euro 10,53 e Euro 12,79. Si segnala che tale *range* è stato individuato in ottica "ex dividend" e, pertanto, al netto dell'incasso di Euro 0,25 per azione derivante dalla proposta di destinazione dell'utile di esercizio, che sarà sottoposta alla prossima assemblea degli azionisti e che spetterà solo alle azioni oggi già in circolazione.

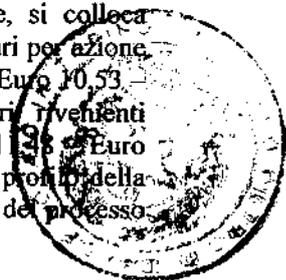


- È in linea con la miglior prassi e la tecnica professionale l'utilizzo da parte degli Amministratori di un criterio di controllo. La valutazione del capitale economico di ASTM con finalità di controllo è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione utilizzando il metodo del "NAV" (*Net Asset Value*). Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di *holding* di partecipazioni.
- Il metodo del NAV determina il valore del capitale economico della società come somma del *fair value* delle attività al netto delle passività finanziarie e si sostanzia in un approccio cd. *sum of the parts*. Nel caso di specie, gli Amministratori indicano nella loro Relazione le metodologie utilizzate per valutare le varie attività presenti nel portafoglio di ASTM e le modalità di calcolo della posizione finanziaria netta. Nello specifico, le partecipazioni quotate, e in particolare quella nella controllata SIAS che rappresenta il principale *asset* di ASTM, sono state valutate sulla base delle quotazioni giornaliere rilevate nell'ambito del periodo di riferimento per la valutazione, individuato nel mese antecedente la riunione del Consiglio di Amministrazione che ha deliberato l'operazione. Inoltre, per opportuna coerenza metodologica, nell'effettuazione del calcolo del NAV sono stati considerati gli effetti derivanti dall'acquisizione di una nuova società di diritto brasiliano che verrà direttamente acquisita da ASTM nell'ambito dell'operazione Ecorodovias, ad oggi non ancora efficace.
- Il NAV di ASTM, tenuto conto della natura di *holding* della Società, è stato poi rettificato per tenere conto degli "*holding costs*", definiti sulla base della proiezione in perpetuo dei costi medi della *holding company* negli ultimi tre anni al netto di eventuali costi straordinari e dell'effetto fiscale. Tale passaggio valutativo risulta comunemente applicato nella prassi ed è coerente con le indicazioni della dottrina nel caso di *holding* di partecipazioni.
- Il Consiglio di Amministrazione, nell'ambito dell'applicazione del metodo di controllo, ha considerato il *range* dei NAV per azione ASTM registrati nel mese antecedente il 14 marzo 2016, ai quali ha applicato i seguenti due aggiustamenti ottenendo così il "*NAV Adjusted*". Il Consiglio di Amministrazione ha anzitutto applicato un primo aggiustamento rappresentato dalla detrazione di Euro 0,25 per azione, al fine di ottenere una valutazione "*ex dividend*" ovvero al netto della proposta di destinazione dell'utile di esercizio in favore delle sole azioni ASTM ad oggi in circolazione che verrà sottoposta alla prossima assemblea del 28 aprile 2016. Tale scelta appare, nelle circostanze, coerente con l'approccio valutativo adottato nell'ambito della metodologia principale e, pertanto, ragionevole.
- Gli Amministratori hanno inoltre applicato al *range* dei NAV per azione ASTM un ulteriore fattore di aggiustamento per tenere conto del cd. "*holding discount*", vale a dire dello sconto che il mercato generalmente applica alle *holding* in termini di capitalizzazione rispetto al valore attribuito alle attività dalle stesse possedute. Tale fenomeno caratterizza storicamente il titolo ASTM, che negli ultimi 5 anni ha registrato *holding discount* ricompresi tra il 40% e il 50%, con una media che si colloca nell'intorno del 45%. Nel caso di specie, anche sulla base delle analisi condotte con il supporto del proprio *Advisor* su un paniere di società di partecipazioni quotate al Mercato Telematico Azionario con caratteristiche simili ad ASTM, il Consiglio di Amministrazione ha determinato l'*holding discount* da applicare al valore del NAV di ASTM nella misura del 30%. Al riguardo, abbiamo esaminato il *panel* delle *holding* quotate individuate dagli



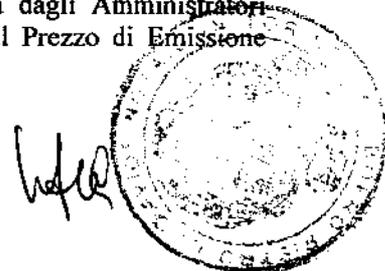
Amministratori per le loro verifiche ed autonomamente effettuato riscontri tramite la raccolta di parametri di mercato, che confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà della scelta del Consiglio di Amministrazione di applicare l'*holding discount* nel caso di specie e del procedimento svolto per la determinazione della sua misura.

- Le *sensitivity analysis* da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti assunzioni valutative, nonché l'analisi dell'accuratezza matematica dello sviluppo delle metodologie adottate, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dal Consiglio di Amministrazione.
- Sulla base dei *range* risultanti dallo sviluppo e dall'applicazione della metodologia principale e di quella di controllo, gli Amministratori della Società hanno provveduto a definire il Prezzo di Emissione che sarà sottoposto all'assemblea dei soci in Euro 11,64, anche tenendo conto della fase negoziale intervenuta con gli organi Amministrativi delle Società Conferenti. Il Prezzo di Emissione, oggetto del presente parere, si colloca sostanzialmente in corrispondenza del valore medio del *range* di valori unitari per azione ASTM riveniente dall'applicazione della metodologia principale del DDM (Euro 10,53 - Euro 12,79) e si posiziona all'interno anche dell'intervallo di valori rivenienti dall'applicazione della metodologia di controllo del NAV *Adjusted* (Euro 11,38 - Euro 12,45). Tali elementi rappresentano un'ulteriore conferma, sempre sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine all'adeguatezza nelle circostanze del processo valutativo svolto dal Consiglio di Amministrazione.
- Gli Amministratori, nell'ambito delle valutazioni di loro pertinenza ed al fine di disporre di un ulteriore parametro di confronto a supporto della ragionevolezza delle scelte effettuate nella determinazione del Prezzo di Emissione, hanno altresì svolto un'analisi delle quotazioni del titolo di ASTM in diversi periodi di osservazione a partire dall'11 marzo 2016, ultimo giorno di borsa aperto prima dell'annuncio dell'Operazione. Il riferimento ai corsi di borsa è infatti comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Le quotazioni di borsa esprimono infatti il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. L'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova del resto conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati raggiunti tramite le metodologie prescelte con le risultanze dell'applicazione di ulteriori spunti valutativi di mercato, risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.
- In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ha quindi calcolato i valori medi di mercato ponderati per i volumi scambiati riscontrati per il titolo ASTM nei diversi intervalli temporali di 1, 3, 6, 12, 24 e 36 mesi prima della data dell'11 marzo 2016. Al fine di rendere comparabile il valore delle quotazioni del titolo azionario di ASTM determinato dall'organo gestorio con il Prezzo di Emissione, quest'ultimo è stato considerato "*cum dividend*", includendo dunque in via teorica l'impatto del dividendo atteso di Euro 0,25 (e quindi come se il Prezzo di Emissione fosse pari a Euro 11,89, vale a dire Euro 11,64 + Euro 0,25). L'analisi di raffronto svolta dagli Amministratori evidenzia che, in tutti gli intervalli temporali presi in esame, il Prezzo di Emissione



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



incorpora premi, anche significativi, rispetto alle indicazioni provenienti dall'analisi dei corsi di borsa delle azioni (premi che variano da un minimo di 1,1% rispetto alla media a 12 mesi sino al 19,5% rispetto alla media dell'ultimo mese). Pertanto, in considerazione di quanto sopra, le considerazioni degli Amministratori secondo cui il Prezzo di Emissione trova conforto anche dalla metodologia delle quotazioni di borsa appaiono ragionevoli e motivate.

- Sotto un ulteriore profilo, gli Amministratori sottolineano di aver calcolato, per completezza del procedimento valutativo, il valore del patrimonio netto contabile per azione di ASTM sulla base del progetto di bilancio separato al 31 dicembre 2015 della Società (facendo riferimento al patrimonio netto rilevato sulla base dei principi contabili internazionali, da un lato, e al numero delle azioni in circolazione al netto delle azioni proprie in portafoglio, dall'altro lato) e di avere rilevato come esso si attesti ad un livello superiore rispetto al Prezzo di Emissione come determinato sulla base delle metodologie principale e di controllo prescelte. Nel caso di specie, gli Amministratori chiariscono peraltro nella loro Relazione di ritenere comunque congruo il Prezzo di Emissione dagli stessi determinato e motivano le loro conclusioni in quanto: (i) applicando al valore del patrimonio netto contabile di ASTM *“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”*; (ii) lo sconto rispetto al patrimonio netto contabile risulterebbe *“connaturale alla sopra descritta structural subordination a cui la Società è soggetta”* e dovrebbe dunque *“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”*.
- Occorre del resto tenere presente che, laddove l'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile fa riferimento alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni *“in base al valore del patrimonio netto”*, la dottrina ritiene che il legislatore abbia inteso riferirsi non al patrimonio netto contabile, quanto piuttosto al valore corrente del capitale economico della società, determinato sulla base delle metodologie comunemente invalse nella prassi valutativa ed adottate tenendo conto dell'oggetto e delle specifiche finalità della valutazione.
- Ad ulteriore supporto e motivazione delle proprie argomentazioni, gli Amministratori analizzano poi nella loro Relazione i possibili effetti teorici in capo agli azionisti della Società nell'ipotesi in cui l'Operazione fosse stata strutturata con modalità diverse, vale a dire qualora le Partecipazioni Oggetto di Conferimento fossero state acquisite per contanti da parte di ASTM e quest'ultima avesse dovuto reperire sul mercato le risorse necessarie per detta acquisizione attraverso uno specifico aumento di capitale in denaro. In tale ipotesi alternativa, in effetti, le nuove azioni ASTM avrebbero dovuto essere emesse sulla base di prezzi di emissione determinati applicando gli usuali sconti sul prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione, circostanza che avrebbe potuto comportare un maggiore effetto diluitivo in capo agli azionisti.
- Alla luce di tali considerazioni, nonché delle motivazioni e delle argomentazioni espresse dagli Amministratori nella loro Relazione e sopra richiamate, l'approccio valutativo complessivamente adottato dagli Amministratori appare, nelle circostanze, motivato e ragionevole.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

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

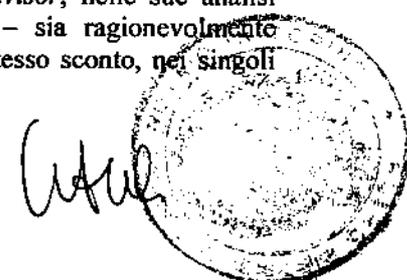
i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:

- le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base della metodologia DDM si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani prospettici predisposti dal *management*. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, della regolamentazione e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;
- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come nel caso di specie l'applicazione del metodo del *Net Asset Value (NAV)*, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari ed alle oscillazioni rilevanti degli stessi connesse all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei mercati finanziari possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo del NAV potrebbe individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione e dell'orizzonte d'analisi dei corsi di borsa individuato;
- l'applicazione di più metodologie valutative basate su criteri valutativi differenti, se da una parte permette di rafforzare il percorso valutativo ed i suoi risultati, dall'altra comporta la considerazione, in alcuni casi, di *value driver* diversi o comunque non perfettamente sovrapponibili fra le metodologie utilizzate. Nel caso di specie, tenuto conto che l'operazione Ecorodovias, in quanto operazione nota al mercato se pur non conclusa, è teoricamente riflessa nei corsi di borsa di SIAS, l'applicazione della metodologia di controllo (NAV) di ASTM ha richiesto, per opportuna coerenza, di recepire gli effetti potenzialmente derivanti dall'operazione stessa. Viceversa, tale operazione ed i suoi effetti non sono inclusi nella valutazione di ASTM con la metodologia principale (DDM), dove i flussi prospettici esprimono un valore della Società sulla base della sua configurazione attuale (cd. "*as is*");
- infine, un elemento d'incertezza che caratterizza la valutazione dei gruppi costruiti su più livelli di società quotate, quali il gruppo ASTM, è la presenza di un *holding discount*, cioè di una valutazione di mercato (i.e. capitalizzazione) inferiore al valore attribuito dal mercato alle attività nette possedute. Sebbene il livello medio dell'*holding discount* recentemente stimato – sia dall'*Advisor*, nelle sue analisi valutative, che da studi *ad hoc* di analisti finanziari – sia ragionevolmente posizionabile nell'intorno del 30%, la dispersione dello stesso sconto, nei singoli



*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*



casi, è potenzialmente influenzata da fattori specifici quali la complessità della struttura societaria, la contendibilità della *holding*, la *governance*, il livello di asimmetria informativa e il grado di concentrazione del portafoglio della *holding* in società controllate a loro volta quotate; in secondo luogo, la variabilità nel tempo dell'*holding discount* può essere interpretata qualitativamente dalla variazione del posizionamento dei predetti fattori qualitativi e quantitativi. Per le considerazioni svolte nello specifico sul punto, si rinvia al par. 9, pag. 15.

ii) Per una opportuna informativa dei destinatari del presente parere, si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- l'Aumento di Capitale strutturato dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura, da parte delle Società Conferenti, delle azioni dalle stesse detenute in Itinera. La struttura dell'Operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di ASTM, con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato nella Relazione degli Amministratori, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUF; (ii) la stima del valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento da parte dell'Esperto Indipendente ai sensi degli articoli 2440, secondo comma, e 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al paragrafo 3.2.2 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri.
- Alla luce di quanto sopra rilevato, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di ASTM nell'ambito dell'Aumento di Capitale, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Itinera e pertanto esula dall'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine all'adeguatezza delle metodologie, nonché alle loro concrete modalità di applicazione, descritte al paragrafo 3.2.1 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate dai medesimi ai fini della determinazione del valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento nell'ambito dell'Operazione.
- In ragione di quanto sopra, non rientra neppure nell'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine alla determinazione del rapporto di scambio tra le azioni di Itinera oggetto del Conferimento e le nuove azioni di ASTM che saranno emesse al servizio del Conferimento medesimo. Si segnala che, nell'ambito delle analisi e valutazioni condotte per strutturare l'Operazione, ASTM si è 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 emesse a fronte del Conferimento.



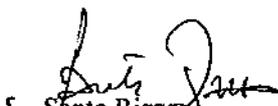
- Gli Amministratori riferiscono che l'Aumento di Capitale costituisce per ASTM un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura OPC di ASTM. Pertanto il Consiglio di Amministrazione di ASTM ha approvato la proposta di Aumento di Capitale previo motivato parere favorevole del Comitato OPC sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. In data 21 marzo 2016 è stato pubblicato da ASTM il relativo "Documento informativo" redatto sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo dei pareri del Comitato OPC di ASTM e dell'*advisor* indipendente del Comitato OPC, Prof. Sandro Frova, riepilogati al precedente par. 4. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.
- Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa.
- Nella loro Relazione gli Amministratori rilevano che il patrimonio netto contabile per azione ASTM risulta pari a Euro 20,74 e forniscono le motivazioni per cui hanno ritenuto comunque congruo il Prezzo di Emissione dagli stessi individuato. Per le nostre considerazioni al riguardo, si rinvia al precedente par. 9, pag. 17.
- Secondo quanto riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, dal momento che lo Statuto sociale di Itinera incorpora una clausola di prelazione in caso di trasferimento delle azioni, le Società Conferenti e ASTM hanno negoziato con gli altri soci di Itinera, e in particolare con SATAP e la sua controllante SIAS, un Accordo Ancillare, la cui stipula costituiva condizione sospensiva dell'Operazione. Gli Amministratori riferiscono che, nell'ambito di detto Accordo Ancillare, gli altri soci di Itinera hanno rinunciato all'esercizio del diritto di prelazione a fronte del riconoscimento di diritti di *governance* in Itinera parametrati alla detenzione di una partecipazione di minoranza significativa. Secondo quanto riferito nel "Documento informativo" redatto sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC e pubblicato da ASTM in data 21 marzo 2016, a tale ultima data la suddetta condizione sospensiva, e il connesso rilascio da parte dei soci di Itinera del consenso irrevocabile e incondizionato all'Operazione e delle relative rinunce all'esercizio del diritto di prelazione, risultava essersi già avverata.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà delle Società Conferenti, a seguito della consegna da parte di ASTM delle nuove azioni, di negoziarle sul mercato.



## 11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione e, in particolare, al precedente par. 10, riteniamo che l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che i metodi valutativi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, pari a 11,64 Euro, delle massime n. 10.998.600 nuove azioni ordinarie ASTM S.p.A. nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A..

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

  
Santo Rizzo  
Socio

Torino, 4 aprile 2016

**VIPI PER INSERZIONE E DEPOSITO:**

*torino, dieci maggio duemilasedici*

*Anna Maria Gus - Piets*

*Ubertino*



# ASTM SPA

Assemblea ordinaria e straordinaria del 28 aprile 2016

Punto 1 straordinaria - AUMENTO DI CAPITALE

Allegato 4<sup>o</sup> all'atto n. 16937 di repertorio e n. 10964 di protocollo

## RISULTATO DELLA VOTAZIONE

<b>Azioni rappresentate in Assemblea</b>	<b>65.601.918</b>	<b>100,000%</b>
<b>Azioni per le quali e' stato espresso il voto</b>	<b>65.601.918</b>	<b>100,000%</b>

	n. azioni	% azioni rappresentate in assemblea	% del capitale sociale con diritto di voto
<b>Favorevoli</b>	65.593.651	99,987%	74,538%
<b>Contrari</b>	8.124	0,012%	0,009%
<b>Astenuti</b>	143	0,000%	0,000%
<b>Non Votanti</b>	0	0,000%	0,000%
<b>Totale</b>	<b>65.601.918</b>	<b>100,000%</b>	<b>74,548%</b>



*Am. C. C.* *W. M.*



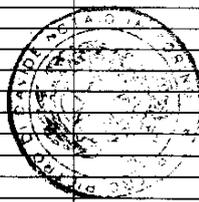
## ESITO VOTAZIONE

## Punto 1 straordinaria - AUMENTO DI CAPITALE

N°	Aventi diritto	Rappresentante	Delegato	Azioni in proprio	Azioni per delega	% sulle azioni ord.	VOTI
1	JOHN HANCOCK VARIABLE INSURANCE TRUST INTL CORE TRUST		FEDELE LOREDANA		16.066	0,018	F
2	LEGAL AND GENERAL COLLECTIVE INVESTMENT TRUST		FEDELE LOREDANA		694	0,001	F
3	LEGAL AND GENERAL ASSURANCE PENSIONS MANAGEMENT LIMITED		FEDELE LOREDANA		2.798	0,003	F
4	OLD WESTBURY SMALL AND MID CAP FUND.		FEDELE LOREDANA		24.730	0,028	F
5	OIL INVESTMENT CORPORATION LTD. - ESM CIO NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		30	0,000	F
6	NUMERIC MULTI STRATEGY MARKET NEUTRAL LEVERED OFFSHORE FUND LIMITED		FEDELE LOREDANA		185	0,000	F
7	NUMERIC MULTI STRATEGY MARKET NEUTRAL LEVERED OFFSHORE FUND LIMITED		FEDELE LOREDANA		35	0,000	F
8	NUMERIC SOCIALLY AWARE MULTI STRATEGY FUND LTD		FEDELE LOREDANA		86	0,000	F
9	NUMERIC ABSOLUTE RETURN FUND LP OGIER FIDUCIARY SERVICES (BVI) LTD		FEDELE LOREDANA		14	0,000	F
10	NUMERIC SOCIALLY AWARE MULTI-STRATEGY FUND LTD ESMSAMN CO NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		12	0,000	F
11	BOSTON PATRIOT CONGRESS ST LLC C/O PANAGORA ASSET MANAGEMENT, INC.		FEDELE LOREDANA		85	0,000	F
12	AJO GLOBAL MARKET-NEUTRAL FUND LTD		FEDELE LOREDANA		2.922	0,003	F
13	HIGHMARK LIMITED HIGHMARK LONG SHORT EQUITY 2 CO PANAGORA ASSET MANAGEMENT INC		FEDELE LOREDANA		31	0,000	F
14	COLONIAL FIRST STATE INVESTMENTS LIMITED.		FEDELE LOREDANA		51.283	0,058	F
15	JOHN HANCOCK FUNDS III INTERNATIONAL CORE FUND		FEDELE LOREDANA		19.934	0,023	F
16	HEB BRAND SAVINGS AND RETIREMENT PLAN TRUST		FEDELE LOREDANA		13.695	0,016	F
17	HEB BRAND SAVINGS AND RETIREMENT PLAN TRUST		FEDELE LOREDANA		15.779	0,018	F
18	PANAGORA DYNAMIC INTERNATIONAL EQUITY EXTENDED ALPHA FUND LLC		FEDELE LOREDANA		183	0,000	F
19	TWO SIGMA EQUITY PORTFOLIO, LLC		FEDELE LOREDANA		204	0,000	F
20	TWO SIGMA SPECTRUM PORTFOLIO LLC.		FEDELE LOREDANA		224	0,000	F
21	OIL INVESTMENT CORPORATION LTD.		FEDELE LOREDANA		145	0,000	F
22	NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		137.102	0,156	F
23	PANAGORA DIVERSIFIED ARBITRAGE MASTER FUND LTD		FEDELE LOREDANA		3.629	0,004	F
24	NUMERIC INVESTORS LLC		FEDELE LOREDANA		11.283	0,013	F
25	SONOMA COUNTY EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION		FEDELE LOREDANA		6.279	0,007	F
26	CELANESE AMERICAS RETIREMENT PENSION PLAN		FEDELE LOREDANA		6.190	0,007	F
27	ARROWSTREET EAFE ALPHA EXTENSION FUND II		FEDELE LOREDANA		79.090	0,090	F
28	TEACHERS' RETIREMENT SYSTEM OF THE STATE OF ILLINOIS		FEDELE LOREDANA		48.938	0,056	F
29	FIDELITY RUTLAND SQUARETRUST II: STRATEGIC ADVISERS INT F		FEDELE LOREDANA		16.984	0,019	F
30	DUPONT PENSION TRUST		FEDELE LOREDANA		49.741	0,057	F
31	INTERNATIONAL PAPER CO COMMINGLED INVESTMENT GROUP TRUST		FEDELE LOREDANA		8.761	0,010	F
32	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH FOR DB-FONDS SFT 4		FEDELE LOREDANA		5.172	0,006	F
33	STATE STREET GLOBAL ADVISORS LUXEMBOURG SICAV		FEDELE LOREDANA		11.049	0,013	F
34	ARIZONA STATE RETIREMENT SYSTEM		FEDELE LOREDANA		6.314	0,007	F
35	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FUND		FEDELE LOREDANA		49.087	0,056	F

36	RP RENDITE PLUS	FEDELE LOREDANA	2,660	0,003	F
37	RP RENDITE PLUS	FEDELE LOREDANA	2,483	0,003	F
38	RP RENDITE PLUS	FEDELE LOREDANA	2,149	0,002	F
39	AXA ROSENBERG EQUITY ALPHA TRUST	FEDELE LOREDANA	83,000	0,094	F
40	AXA ROSENBERG EQUITY ALPHA TRUST	FEDELE LOREDANA	22,000	0,025	F
41	STATE OF ALASKA RETIREMENT AND BENEFITS PLANS	FEDELE LOREDANA	641	0,001	F
42	USAA INTERNATIONAL FUND	FEDELE LOREDANA	87,502	0,099	F
43	THE WALT DISNEY COMPANY RETIREMENT PLAN MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	14,030	0,016	F
44	ALLIANZ NFJ INTERNATIONAL VALUE II FUND	FEDELE LOREDANA	27,700	0,031	F
45	ALLIANZGI NFJ INTERNATIONAL SMALL-CAP VALUE FUND	FEDELE LOREDANA	10,717	0,012	F
46	ALLIANZGI GLOBAL SMALL-CAP OPPORTUNITIES PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	1,385	0,002	F
47	REGIME DE RENTES DU MOUVEMENT DES JARDINS	FEDELE LOREDANA	29,650	0,034	F
48	STICHTING F AND C MULTI MANAGER EUROPEAN EQUITY ACTIVE	FEDELE LOREDANA	9,081	0,010	F
49	JOHN HANCOCK WORLDWIDE INVESTORS PUBLIC LIMITED COMPANY	FEDELE LOREDANA	854	0,001	F
50	TRANSAMERICA INTERNATIONAL SMALL CAP VALUE	FEDELE LOREDANA	747,900	0,850	F
51	GMO BENCHMARK-FREE FUND	FEDELE LOREDANA	6,949	0,008	F
52	GMO AGGRESSIVE LONG/SHORT MASTER PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	2,734	0,003	F
53	SPDR S+P INTERNATIONAL INDUSTRIAL SECTOR ETF	FEDELE LOREDANA	2,492	0,003	F
54	MARYLAND STATE RETIREMENT & PENSION SYSTEM	FEDELE LOREDANA	1,523	0,002	F
55	MERCER GLOBAL EQUITY FUND	FEDELE LOREDANA	30,610	0,036	F
56	IMI FUNDS PLC	FEDELE LOREDANA	60,536	0,069	F
57	MUNICIPAL EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM OF MICHIGAN	FEDELE LOREDANA	66,301	0,066	F
58	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	3,505	0,004	F
59	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	4,432	0,005	F
60	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	3,556	0,004	F
61	MAINSTAY 130/30 INTERNATIONAL FUND	FEDELE LOREDANA	7,243	0,008	F
62	SSGA SPDR ETFS EUROPE II PUBLIC LIMITED COMPANY	FEDELE LOREDANA	484	0,001	F
63	SSGA SPDR ETFS EUROPE II PUBLIC LIMITED COMPANY	FEDELE LOREDANA	3,787	0,004	F
64	SSGA SPDR ETFS EUROPE II PUBLIC LIMITED COMPANY	FEDELE LOREDANA	2,063	0,002	F
65	AXA IM INTERNATIONAL SMALL CAP FUND, LLC	FEDELE LOREDANA	4,000	0,005	F
66	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS GMBH FOR ALLIANZGI-FONDS HPT	FEDELE LOREDANA	28,594	0,032	F
67	SOUTH CALIF UTD FOOD & COMM WK UN & FOOD EMPL JOINT PENS TR F	FEDELE LOREDANA	14,876	0,017	F
68	WISDOMTREE ISSUER PUBLIC LIMITED COMPANY	FEDELE LOREDANA	1,193	0,001	F
69	WISDOMTREE ISSUER PUBLIC LIMITED COMPANY	FEDELE LOREDANA	16,334	0,021	F
70	WASHINGTON STATE INVESTMENT BOARD	FEDELE LOREDANA	10,942	0,012	F
71	WASHINGTON STATE INVESTMENT BOARD	FEDELE LOREDANA	287	0,000	F
72	WISDOMTREE DYNAMIC CURRENCY HEDGED INTRNL SMALLCAP	FEDELE LOREDANA	432	0,000	F
73	WISDOMTREE INTERNATIONAL EQUITY FUND	FEDELE LOREDANA	27,742	0,032	F
74	WISDOMTREE EUROPE SMALLCAP DIVIDEND FUND	FEDELE LOREDANA	358,353	0,407	F
75	WISDOMTREE INTERNATIONAL SMALLCAP DIVIDEND FUND	FEDELE LOREDANA	176,830	0,201	F
76	WISDOMTREE EUROPE LOCAL RECOVERY FUND	FEDELE LOREDANA	782	0,001	F
77	WISDOMTREE GLOBAL SMALLCAP DIVIDEND FUND	FEDELE LOREDANA	5,588	0,006	F
78	WISDOMTREE EUROPE HEDGED SMALLCAP EQUITY FUND	FEDELE LOREDANA	76,318	0,087	F
79	SS BK AND TRUST COMPANY INV FUNDS FOR TAXEXEMPT RETIREMENT PL	FEDELE LOREDANA	10,311	0,012	F
80	SSGA RUSSELL FD GL EX-US INDEX NONLENDING OP COMMON TRUST FUND	FEDELE LOREDANA	1,876	0,002	F

*Handwritten signature*



81	SS BK AND TRUST COMPANY INV FUNDS FOR TAXEXEMPT RETIREMENT PL	FEDELE LOREDANA	22.958	0,026	F
82	MSCI EAFE SMALL CAP PRDV INDEX SEC COMMON TR F	FEDELE LOREDANA	8.304	0,009	F
83	SS BK AND TRUST COMPANY INV FUNDS FOR TAXEXEMPT RETIREMENT PL	FEDELE LOREDANA	16.811	0,019	F
84	ABU DHABI RETIREMENT PENSIONS AND BENEFITS FUND	FEDELE LOREDANA	1.575	0,002	F
85	ABU DHABI RETIREMENT PENSIONS AND BENEFITS FUND	FEDELE LOREDANA	3.810	0,004	F
86	AECOM DC RETIREMENT PLANS SMA MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	5.385	0,006	F
87	STICHTING PENSIOENFONDS APF	FEDELE LOREDANA	7.000	0,008	F
88	CRYSTAL BRIDGES-MUSEUM OF AMERICAN ART	FEDELE LOREDANA	5.292	0,006	F
89	EMPLOYEES RETIREMENT FUND OF THE CITY OF DALLAS	FEDELE LOREDANA	10.747	0,012	F
90	AJO GLOBAL ALL-CAP FUND, LTD.	FEDELE LOREDANA	5.194	0,006	F
91	AJO INTERNATIONAL SMALL CAP FUND, LTD.	FEDELE LOREDANA	23.480	0,027	F
92	FUNDO DE PENSÕES	FEDELE LOREDANA	2.047	0,002	F
93	FORTRESS INTL EQ PSHP "B"-GLG	FEDELE LOREDANA	20.300	0,023	F
94	FORD MOTOR COMPANY DEFINED BENEFIT MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	3.849	0,004	F
95	NATIONAL COUNCIL FOR SOCIAL SECURITY FUND, P.R.C	FEDELE LOREDANA	3.033	0,003	F
96	MUNICIPAL EMPLOYEES' ANNUITY AND BENEFIT FUND OF CHICAGO	FEDELE LOREDANA	4.313	0,005	F
97	CENTURYLINK, INC. DEFINED BENEFIT MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	7.317	0,008	F
98	UNIVERSITY OF WASHINGTON	FEDELE LOREDANA	5.915	0,007	F
99	HALIFAX REGIONAL MUNICIPALITY MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	10.659	0,012	F
100	NORTHERN MULTI MANAGER GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA	443.898	0,504	F
101	MASTER TR AGREE BETWEEN PFIZER INC AND THE NORTHERN TR CO	FEDELE LOREDANA	43.324	0,049	F
102	MASTER TR AGREE BETWEEN PFIZER INC AND THE NORTHERN TR CO	FEDELE LOREDANA	8.020	0,009	F
103	NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS COLLECTIVE FUNDS TRUST	FEDELE LOREDANA	8.533	0,010	F
104	NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS COLLECTIVE FUNDS TRUST	FEDELE LOREDANA	21.115	0,024	F
105	NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS COLLECTIVE FUNDS TRUST	FEDELE LOREDANA	280	0,000	F
106	NTG-QM COMMON DAILY ALL COUNWD EX-US INV MKT INDEX F NONLEND	FEDELE LOREDANA	824	0,001	F
107	CITY OF LOS ANGELES FIRE AND POLICE PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	6.132	0,007	F
108	CITY OF LOS ANGELES FIRE AND POLICE PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	5.020	0,006	F
109	LOCKHEED MARTIN CORPORATION MASTER RETIREMENT TRUST	FEDELE LOREDANA	13.241	0,015	F
110	WHEELS COMMON INVESTMENT FUND	FEDELE LOREDANA	2.611	0,003	F
111	WHEELS COMMON INVESTMENT FUND	FEDELE LOREDANA	403	0,000	F
112	THE WALTON FAMILY FOUNDATION	FEDELE LOREDANA	13.045	0,015	F
113	TWO SIGMA ABSOLUTE RETURN PORTFOLIO LLC	FEDELE LOREDANA	24.316	0,028	F
114	ARROWSTREET GLOBAL EQUITY - ALPHA EXTENSION FUND II	FEDELE LOREDANA	22.378	0,025	F
115	SEI GLOBAL MASTER FUND	FEDELE LOREDANA	71.821	0,082	F
116	SELLUPUS ALPHA EUR SMALL CAP	FEDELE LOREDANA	64.222	0,073	F
117	ARRCO QUANT 1	FEDELE LOREDANA	67.839	0,077	F
118	2) NUMERIC INVESTORS LLC	FEDELE LOREDANA	6.017	0,007	F
119	CC&L ALL STRATEGIES FUND	FEDELE LOREDANA	500	0,001	F
120	CC&L Q MARKET NEUTRAL FUND	FEDELE LOREDANA	1.600	0,002	F
121	GMO INTERNATIONAL SMALL COMPANIES FUND	FEDELE LOREDANA	25.201	0,029	F
122	THE ADVISORS' INNER CIRCLE FUND	FEDELE LOREDANA	9.126	0,010	F
123	BBHCO BOSTON FOR SEI TRUST CO FOR THE BENEFIT OF SEGALL BRYANT HAMILL COLLECTIVE INV TRUST - SEGALL	FEDELE LOREDANA	1.627	0,002	F
124	ALLIANZ GI FONDS AKTIEN GLOBAL	FEDELE LOREDANA	13.903	0,016	F
125	ALLIANZI FONDS ABF	FEDELE LOREDANA	1.611	0,002	F

*Am*  
*Pinto*  
*Amud*  
*Amud*



126	ALLIANZGI FONDS GANO 2	FEDELE LOREDANA	3,939	0,004	F
127	DBI FONDS EKIBB	FEDELE LOREDANA	15,629	0,018	F
128	ALLIANZGI FONDS USES	FEDELE LOREDANA	5,791	0,007	F
129	ALLIANZGI FONDS TOB	FEDELE LOREDANA	10,561	0,012	F
130	FONDS ASSECURA I	FEDELE LOREDANA	3,490	0,004	F
131	ALLIANZGI FONDS AMEV	FEDELE LOREDANA	11,104	0,013	F
132	ALLIANZGI FONDS AESAN	FEDELE LOREDANA	14,857	0,017	F
133	ALLIANZGI FONDS AEVN	FEDELE LOREDANA	13,181	0,015	F
134	ALLIANZGI FONDS STIFTUNGSFONDS WISSENSCH	FEDELE LOREDANA	3,486	0,004	F
135	ALLIANZGI FONDS PAK	FEDELE LOREDANA	1,210	0,001	F
136	ALLIANZGI FONDS CAESAR	FEDELE LOREDANA	3,385	0,004	F
137	ALLIANZGI FONDS ESMT	FEDELE LOREDANA	1,437	0,002	F
138	ALLIANZGI FONDS DBS	FEDELE LOREDANA	1,089	0,001	F
139	KREBSHILFE 2 FONDS	FEDELE LOREDANA	2,062	0,002	F
140	UNIVERSAL INVEST BAYVK A1 FONDS	FEDELE LOREDANA	92,800	0,105	F
141	AMP GLOBAL LISTED INFRASIT INDEX FUND HED	FEDELE LOREDANA	4,382	0,005	F
142	UNISUPER	FEDELE LOREDANA	34,034	0,039	F
143	SHELL TRUST (BERMUJA) LTD AS TRUSTEE OF THE SHELL OVERSEAS C.P. FUND	FEDELE LOREDANA	12,882	0,015	F
144	YOUNG MENS CHRISTIAN ASSOCIATION RETIREM	FEDELE LOREDANA	7,499	0,009	F
145	STICHTING SHELL PENSIOENFONDS	FEDELE LOREDANA	38,500	0,044	F
146	ACCIDENT COMPENSATION CORPORATION	FEDELE LOREDANA	3,300	0,004	F
147	NEW YORK LIFE INSURANCE COMPANY	FEDELE LOREDANA	1,607	0,002	F
148	NEW YORK LIFE INSURANCE COMPANY	FEDELE LOREDANA	857	0,001	F
149	THE BOEING COMPANY EMPLOYEE RETIREMENT P	FEDELE LOREDANA	8,561	0,010	F
150	OPTIMIX WHOLESAL GLOBAL SMALLER CO	FEDELE LOREDANA	10,512	0,012	F
151	ALTRIA CLIENT SERVICES MASTER RETIREM.T.	FEDELE LOREDANA	2,943	0,003	F
152	BT WHOLESAL MULTI MANAG INTL SHARE FUND	FEDELE LOREDANA	99,399	0,113	F
153	FLEXSHARES MORNINGSTAR DEVELOPED MARKETS EX-US FACTOR TILT INDEX FUND	FEDELE LOREDANA	17,680	0,020	F
154	NATIONAL RAILROAD RETIREMENT INVESTMENT TRUST	FEDELE LOREDANA	5,980	0,007	F
155	NEW ZEALAND SUPERANNUATION FUND	FEDELE LOREDANA	1,627	0,002	F
156	SHELL PENSIONS TRUST LIMITED AS TRUSTEE OF SHELL CONTRIBUTORY PENSION FUND	FEDELE LOREDANA	45,895	0,052	F
157	STICHTING PENSIOENFONDS VOOR HUISARTSEN	FEDELE LOREDANA	3,065	0,003	F
158	ALTRIA CLIENT SERVICES MASTER RETIREM.T.	FEDELE LOREDANA	61,737	0,070	F
159	NEW YORK LIFE INSURANCE & ANNUITY CORP	FEDELE LOREDANA	2,184	0,002	F
160	PEERLESS INSURANCE COMPANY	FEDELE LOREDANA	25,683	0,029	F
161	PUBLIC EMPLOYEES PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	71,129	0,081	F
162	CPR EURO HIGH DIVIDEND	FEDELE LOREDANA	147,099	0,167	F
163	CPR EUROLAND	FEDELE LOREDANA	190,580	0,205	F
164	OIL INVESTMENT CORPORATION LTD&OIL CAS INVESTMENT	FEDELE LOREDANA	7,144	0,008	F
165	RETIREMENT BOARD OF ALLEGHENY COUNTY	FEDELE LOREDANA	13,619	0,015	F
166	ACADIAN INTERNATIONAL SMALL CAPFUND	FEDELE LOREDANA	114,458	0,130	F
167	ACADIAN INTERNATIONAL ALL-CAP FUND	FEDELE LOREDANA	298	0,000	F
168	ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION	FEDELE LOREDANA	5,358	0,006	F
169	THE CANADA LIFE ASSURANCE COMPANY	FEDELE LOREDANA	7,227	0,008	F
170	BNY MELLON EMPLOYEE BENEFIT COLLECTIVE INVESTMENT FUND PLAN	FEDELE LOREDANA	1,302	0,001	F



*Handwritten signature or mark.*

171	THE GREAT-WEST LIFE ASSURANCE COMPANY	FEDELE LOREDANA	6.143	0.007	F
172	HAWAIIAN ELECTRIC INDUSTRIES INC MASTER PENSION FUND	FEDELE LOREDANA	42.600	0.048	F
173	HAWAIIAN ELECTRIC INDUSTRIES INC MASTER VEBIA TRUST	FEDELE LOREDANA	5.800	0.006	F
174	TS&W INTERNATIONAL SMALL CAP EQUITY FUND	FEDELE LOREDANA	216.400	0.246	F
175	TS&W INTERNATIONAL SMALL CAP EQUITY TRUST	FEDELE LOREDANA	52.052	0.059	F
176	LONDON LIFE INSURANCE COMPANY	FEDELE LOREDANA	77.945	0.089	F
177	U.S. AND INTERNATIONAL SPECIALTY CLASS	FEDELE LOREDANA	573	0.001	F
178	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF MISSISSIPPI	FEDELE LOREDANA	15.998	0.018	F
179	EXPRESS SCRIPTS, INC. 401 (K) PLAN	FEDELE LOREDANA	13.958	0.016	F
180	UPS GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	40.148	0.046	F
181	LMCG GLOBAL MARKET NEUTRAL FUND	FEDELE LOREDANA	32.433	0.037	F
182	VIRGINIA RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	190.204	0.218	F
183	WEST VIRGINIA INVESTMENT MANAGEMENT BOARD	FEDELE LOREDANA	5.468	0.006	F
184	CF DV ACWI EX-U.S. IMI FUND	FEDELE LOREDANA	340	0.000	F
185	STG PFDS V.D. GRAFISCHE	FEDELE LOREDANA	9.034	0.010	F
186	VOYA MULTI-MANAGER INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	FEDELE LOREDANA	25.995	0.030	F
187	VFM GLOBAL SMALL COMPANIES TRUST	FEDELE LOREDANA	20.298	0.023	F
188	POWERSHARES FTSE RAFI DEVELOPED MARKETS EX-US SMALL PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	3.511	0.004	F
189	POWERSHARES GLOBAL FUNDS IRELAND PLC	FEDELE LOREDANA	1.276	0.001	F
190	ONTARIO POWER GENERATION INC. PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	5.604	0.005	F
191	PENSION RESERVES INVESTMENT TRUST FUND	FEDELE LOREDANA	10.430	0.012	F
192	ADVANCED SERIES TRUST-AST SCHRODERS GLOBAL TACTICAL PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	38.770	0.044	F
193	CF CANLIFE GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA	3.685	0.004	F
194	ALLIANZ GLOBAL INVESTORS EUROPE GMBH	FEDELE LOREDANA	35.160	0.040	F
195	RIVER AND MERCANTILE WORLD RECOVERY FUND	FEDELE LOREDANA	74.893	0.085	F
196	LIBERTY MUTUAL RETIREMENT PLAN MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	37.122	0.042	F
197	LIBERTY MUTUAL RETIREMENT PLAN MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	9.780	0.011	F
198	MAN NUMERIC INT SMALL CAP TR	FEDELE LOREDANA	8.826	0.010	F
199	STICHTING PENSIOENFONDS HORECA & CATERING	FEDELE LOREDANA	3.391	0.004	F
200	NATIONAL TREASURY MANAGEMENT AGENCY (AS CONTROLLER AND MANAGER OF THE IRELAND STR	FEDELE LOREDANA	2.403	0.003	F
201	SAINT LOUIS UNIVERSITY	FEDELE LOREDANA	5.767	0.007	F
202	THE ANADARKO PETROLEUM CORPORATION MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	36.807	0.042	F
203	MI-FONDS K10	FEDELE LOREDANA	15.328	0.017	F
204	RIVER AND MERCANTILE DYNAMIC ASSET ALLOCATION FUND	FEDELE LOREDANA	4.179	0.005	F
205	CAUSEWAY INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	FEDELE LOREDANA	12.648	0.014	F
206	BUCKINGHAMSHIRE COUNTY COUNCIL PENSION FUND	FEDELE LOREDANA	1.389	0.002	F
207	ARROWSTREET US GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	18.071	0.021	F
208	ARROWSTREET US GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	12.512	0.014	F
209	TEXTRON INC. MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	24.900	0.028	F
210	STICHTING RABOBANK PENSIOENFONDS	FEDELE LOREDANA	45.000	0.051	F
211	VFMC INTERNATIONAL EQUITY TRUST1	FEDELE LOREDANA	17.202	0.020	F
212	VFMC INTERNATIONAL EQUITY TRUST2	FEDELE LOREDANA	31.346	0.036	F
213	INDIANA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT FUND	FEDELE LOREDANA	3.830	0.004	F
214	WELLS FARGO AND COMPANY CASH BALANCE PLAN	FEDELE LOREDANA	47.800	0.054	F
215	ENSIGN PEAK ADVISORS INC.	FEDELE LOREDANA	199.600	0.227	F

*Cons - P. 10*

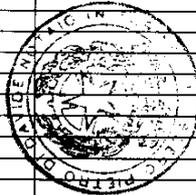
*W. 10*



*W. 10*



216	ENSIGN PEAK ADVISORS INC	FEDELE LOREDANA	52.400	0,060	F
217	COMMONWEALTH OF PENNSYLVANIA PUBLIC SCHOOL EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	3.127	0,004	F
218	COX ENTERPRISES INC MASTER TRUST	FEDELE LOREDANA	24.600	0,028	F
219	MISSOURI EDUCATION PENSION TRUST	FEDELE LOREDANA	17.043	0,019	F
220	BLACKROCK GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE F	FEDELE LOREDANA	13.071	0,015	F
221	BLACKROCK INDEXED ALL-COUNTRY EQUITY FUN	FEDELE LOREDANA	398	0,000	F
222	NEW MEXICO STATE INVESTMENT COUNCIL	FEDELE LOREDANA	5.128	0,006	F
223	BLUE SKY GROUP	FEDELE LOREDANA	59.461	0,068	F
224	UTAH STATE RETIREMENT SYSTEMS	FEDELE LOREDANA	5.817	0,007	F
225	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OH	FEDELE LOREDANA	6.230	0,007	F
226	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OH	FEDELE LOREDANA	17.489	0,020	F
227	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OH	FEDELE LOREDANA	10.201	0,012	F
228	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OH	FEDELE LOREDANA	107.695	0,122	F
229	SCHWAB FUNDAM INTER SMALL- COMP INDEX FD	FEDELE LOREDANA	17.364	0,020	F
230	WYOMING RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	1.311	0,001	F
231	LSV INTERNATIONAL SMALL CAP EQUITY FUND, LP	FEDELE LOREDANA	18.400	0,021	F
232	THE RETIREMENT BENEFIT TRUST OF THE R.R. DONNELLEY & SONS CO.	FEDELE LOREDANA	44.200	0,050	F
233	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION OF COLORADO	FEDELE LOREDANA	8.633	0,010	F
234	RETIREMENT PLAN FOR CHICAGO TRANSIT AUTHORITY EMPLOYEES	FEDELE LOREDANA	11.100	0,013	F
235	BLUE SKY GROUP	FEDELE LOREDANA	24.500	0,028	F
236	NATIONAL COUNCIL FOR SOCIAL SECURITY FUND, P.R.C	FEDELE LOREDANA	16.975	0,018	F
237	MAJOR LEAGUE BASEBALL PLAYERS PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	43.800	0,050	F
238	UNITED FOOD AND COMM WORKERS INT UNION-INDUSTRY PENSION FUND	FEDELE LOREDANA	19.200	0,022	F
239	CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	67.237	0,076	F
240	CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	98.485	0,112	F
241	STICHTING PHILIPS PENSIOENFONDS	FEDELE LOREDANA	4.666	0,005	F
242	LEIA GEM INVESTMENT, LLC	FEDELE LOREDANA	100.200	0,114	F
243	RUSSELL INVESTMENT COMPANY IV PLC	FEDELE LOREDANA	2.690	0,003	F
244	RUSSELL INVESTMENT COMPANY PLC	FEDELE LOREDANA	81.560	0,093	F
245	MULTI-STYLE, MULTI-MANAGER FUNDS PLC	FEDELE LOREDANA	45.000	0,051	F
246	RUSSELL INVESTMENT COMPANY RUSSELL GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA	21.960	0,025	F
247	GOVERNMENT OF THE PROVINCE OF ALBERTA	FEDELE LOREDANA	83.900	0,095	F
248	SHARES VII PLC	FEDELE LOREDANA	53.106	0,060	F
249	BLACKROCK AM SCH AG OBO BIFS WORLD EX SW SMALL CAP EQ INDEX F	FEDELE LOREDANA	3.877	0,004	F
250	LYXOR ZEBRA EQUITY FUND LIMITED	FEDELE LOREDANA	4.830	0,005	F
251	RUSSELL INVESTMENT COMPANY - RUSSELL INTERN DEVELOPED MKT F	FEDELE LOREDANA	10.494	0,012	F
252	RUSSELL TRUST CO COMMINGLED EMPLOYEE BENEFIT FUNDS TRUST	FEDELE LOREDANA	4.866	0,006	F
253	BLACKROCK INST TRUST CO NA INV FUNDSFOR EMPLOYEE BENEFIT TR	FEDELE LOREDANA	14.736	0,017	F
254	OREGON PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	13.705	0,016	F
255	DEPARTMENT OF STATE LANDS	FEDELE LOREDANA	8.876	0,010	F
256	BLACKROCK INST TRUST CO NA INV FUNDSFOR EMPLOYEE BENEFIT TR	FEDELE LOREDANA	116.372	0,132	F
257	BGI MSCI EAFE SMALL CAP EQUITY INDEX FUND B	FEDELE LOREDANA	13.727	0,016	F
258	BLACKROCK INST TRUST CO NA INV FUNDSFOR EMPLOYEE BENEFIT TR	FEDELE LOREDANA	33.120	0,038	F
259	BLACKROCK MSCI WORLD SMALL CAP EQ ESG SCREENED INDEX FUND B	FEDELE LOREDANA	736	0,001	F
260	RUSSELL INVESTMENT COMPANY II PLC	FEDELE LOREDANA	8.967	0,010	F



*Handwritten signature or mark.*

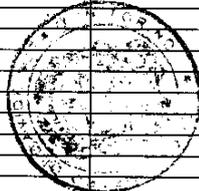
261	SCHWAB INTERNATIONAL SMALL-CAP EQUITY ETF	FEDELE LOREDANA	15.368	0,017	F
262	SCHWAB FUNDAMENTAL INTERNATIONAL SMALL COMPANY ETF	FEDELE LOREDANA	18.465	0,021	F
263	ISHARES CORE MSCI EAFE ETF	FEDELE LOREDANA	31.794	0,036	F
264	ISHARES MSCI EUROPE SMALL-CAP ETF	FEDELE LOREDANA	2.186	0,002	F
265	ZEBRA GLOBAL EQUITY ADVANTAGE FUND LP	FEDELE LOREDANA	12	0,000	F
266	ZEBRA GLOBAL LIQUIDITY ARBITRAGE FUND LP	FEDELE LOREDANA	10.117	0,011	F
267	GOVERNMENT OF NORWAY	FEDELE LOREDANA	1.497.819	1,702	F
268	ACTIVE EXTENSION FUND III LLC	FEDELE LOREDANA	13.332	0,015	F
269	COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND	FEDELE LOREDANA	123.085	0,140	F
270	PARAMETRIC INTERNATIONAL EQUITY FUND	FEDELE LOREDANA	2.449	0,003	F
271	GOLDMAN SACHS FUNDS	FEDELE LOREDANA	2.000	0,002	F
272	CONSOLIDATED EDISON RETIREMENT PLAN	FEDELE LOREDANA	40.869	0,046	F
273	FIRST ASSET MORNINGSTAR INTERNATIONAL VALUE INDEX ETF	FEDELE LOREDANA	13.292	0,015	F
274	THRIVENT PARTNER WORLDWIDE ALLOCATION FUND	FEDELE LOREDANA	15.467	0,018	F
275	THRIVENT PARTNER WORLDWIDE ALLOCATION PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	32.380	0,037	F
276	LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	4.077	0,005	F
277	LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	21.422	0,024	F
278	VANGUARD FTSE DEVELOPED EUROPE ALL CAP INDEX ETF	FEDELE LOREDANA	411	0,000	F
279	VANGUARD FTSE DEVELOPED ALL CAP EX NORTH AMERICA INDEX ETF	FEDELE LOREDANA	93	0,000	F
280	PLUMBING & MECHANICAL SERV (UK) INDUSTRY	FEDELE LOREDANA	8.247	0,009	F
281	OAM EUROPEAN VALUE FUND	FEDELE LOREDANA	599.928	0,682	F
282	GOLDMAN SACHS STRUCTURED INTERNATIONAL T	FEDELE LOREDANA	6.147	0,007	F
283	GOLDMAN SACHS INTERN SMALL CAP INSIGHT F	FEDELE LOREDANA	134.855	0,153	F
284	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	FEDELE LOREDANA	113.707	0,129	F
285	ONEPATH GLOBAL SHARES - SMALL CAP INDEX	FEDELE LOREDANA	1.381	0,002	F
286	FD INTERNATIONAL SHARE FUND 1	FEDELE LOREDANA	22.631	0,026	F
287	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	FEDELE LOREDANA	1.533	0,002	F
288	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	FEDELE LOREDANA	5.083	0,006	F
289	SCHRODER GLOBAL ACTIVE VALUE FUND	FEDELE LOREDANA	42.878	0,049	F
290	SCHRODER INTERNATIONAL MULTI-CAP VALUE FUND	FEDELE LOREDANA	17.734	0,020	F
291	SCHRODER GLOBAL MULTI-CAP VALUE PORTFOLIO L P	FEDELE LOREDANA	2.773	0,003	F
292	JPMORGAN FUND ICVC - JPM EUROPE FUND	FEDELE LOREDANA	38.960	0,044	F
293	VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX	FEDELE LOREDANA	365.556	0,415	F
294	JPMORGAN SAR EUROPEAN FUND	FEDELE LOREDANA	94.758	0,108	F
295	JPMORGAN EUROPEAN INVESTMENT TRUST PLC	FEDELE LOREDANA	51.205	0,058	F
296	JPMORGAN EUROPEAN INVESTMENT TRUST PLC	FEDELE LOREDANA	33.916	0,039	F
297	VANGUARD INTERNATIONAL SMALL COMPANIES I	FEDELE LOREDANA	2.314	0,003	F
298	VANGUARD GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA	2.720	0,003	F
299	SCHRODER QEP GLOBAL ACTIVE VALUE FUND	FEDELE LOREDANA	90.274	0,103	F
300	TRUST AND CUSTODY SERVICED BANK LIMITED	FEDELE LOREDANA	2.623	0,003	F
301	PIM INVESTMENTS, INC	FEDELE LOREDANA	2.486	0,003	F
302	VANGUARD EUROPEAN STOCK INDEX FUND	FEDELE LOREDANA	82.021	0,093	F
303	VANGUARD DEVELOPED MARKETS INDEX FUND	FEDELE LOREDANA	81.412	0,093	F
304	VANGUARD TOTAL WORLD STOCK INDEX FUND	FEDELE LOREDANA	3.541	0,004	F
305	VANGUARD FTSE ALL WORLD SMALL CAP IND FU	FEDELE LOREDANA	49.712	0,056	F

Com - Fidele  
 Wanda  
 Juan



306	JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC	FEDELE LOREDANA	114.624	0,130	F
307	JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC	FEDELE LOREDANA	249.503	0,284	F
308	VANGUARD INVESTMENT SERIES, PLC	FEDELE LOREDANA	4.547	0,005	F
309	EATON VANCE CORP	FEDELE LOREDANA	347	0,000	F
310	ADVANCED SERIES TRUST-AST GOLDMAN SACHS MULTI ASSET PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	9.608	0,011	F
311	ADVANCED SERIES TRUST-AST PRUDENTIAL GROWTH ALLOCATION PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	53.187	0,060	F
312	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	FEDELE LOREDANA	200	0,000	F
313	FIRST ENERGY CORPORATION PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	33.273	0,038	F
314	CITIGROUP PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	17.500	0,020	F
315	ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION	FEDELE LOREDANA	98.390	0,112	F
316	LAZARD GLOBAL PORTF. FUNDS PLC LAZ.G.LLISTED INFRASTRUCT. STERLIF	FEDELE LOREDANA	900.755	0,569	F
317	HYDRO ONE PENSION PLAN	FEDELE LOREDANA	41.095	0,047	F
318	AUSCOAL SUPERANNUATION FUND	FEDELE LOREDANA	69.703	0,079	F
319	LAZARD GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA	514.218	0,584	F
320	BUREAU OF LABOR FUNDS - LABOR RETIREMENT FUND	FEDELE LOREDANA	28.900	0,032	F
321	HSBC BANK (UK) PENSION SCHEME	FEDELE LOREDANA	532.241	0,605	F
322	THE WORKERS' COMPENSATION BOARD	FEDELE LOREDANA	186.857	0,212	F
323	LAZARD GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE (CANADA) FUND	FEDELE LOREDANA	264.412	0,300	F
324	LAZARD GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	FEDELE LOREDANA	152.753	0,174	F
325	KAISER FOUNDATION HOSPITALS	FEDELE LOREDANA	19.694	0,022	F
326	STATE OF ALASKA RETIREMENT AND BENEFITS PLANS	FEDELE LOREDANA	36.700	0,042	F
327	KAISER PERMANENTE GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	145.841	0,166	F
328	LAZARD ASSET MANAGEMENT LLC	FEDELE LOREDANA	293	0,000	F
329	LAZARD GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE PORTFOLIO	FEDELE LOREDANA	834.619	0,948	F
330	COLONIAL FIRST STATE INVESTMENTS LIMITED	FEDELE LOREDANA	204.723	0,233	F
331	UBS FUND MGT (CH) AG CH0516/UBSCHIF2-EGSCP11	FEDELE LOREDANA	5.278	0,006	C
332	UBS ETF	FEDELE LOREDANA	2.846	0,003	C
333	HCM CLINTON EQUITY STRATEGIES LTD	FEDELE LOREDANA	116	0,000	A
334	CLINTON LIGHTHOUSE EQUITY STRATEGIES MASTER FUND LTD. C/O CLINTON GROUP, INC	FEDELE LOREDANA	6	0,000	A
335	ERGOS OFFSHORE I LTD CO HARNEYS CORPORATE SERVICES	FEDELE LOREDANA	1	0,000	A
336	CLINTON EQUITY STRATEGIES MASTER FUND LTD	FEDELE LOREDANA	20	0,000	A
337	FIDELITY INVESTMENT TRUST, FIDELITY SERIES INT SMALL CAP FUND	FEDELE LOREDANA	33.200	0,038	F
338	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	FEDELE LOREDANA	1.296	0,001	F
339	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	FEDELE LOREDANA	2.452	0,003	F
340	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	FEDELE LOREDANA	2.286	0,003	F
341	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	FEDELE LOREDANA	308	0,000	F
342	LOUISIANA STATE EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	29.298	0,033	F
343	THE STATE OF CONNECTICUT ACTING THROUGH ITS TREASURER	FEDELE LOREDANA	13.739	0,016	F
344	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	11.756	0,013	F
345	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	10.892	0,012	F
346	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	FEDELE LOREDANA	11.733	0,013	F
347	CALIFORNIA STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	20.801	0,024	F
348	CALIFORNIA STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM	FEDELE LOREDANA	8.042	0,009	F
349	1199 SEIU HEALTH CARE EMPLOYEES PENSION FUND	FEDELE LOREDANA	62.023	0,070	F
350	GENERALI ITALIA SPA	CARDINALI LUIGI	65.000	0,074	F

*Handwritten signature*



351	ALLEANZA ASSICURAZIONI SPA	CARDINALI LUIGI		1.744.345	1,982	F
352	GENISIO SERGIO		1.500		0,002	F
353	MATTIODA PIERINO & FIGLI AUTOSTRAD E S.R.L.	GENISIO SERGIO		75.000	0,085	F
354	GIACHINO ELDA	GENISIO SERGIO		825	0,001	F
355	MATTIODA PATRIZIA	GENISIO SERGIO		825	0,001	F
356	MATTIODA GIANPIERO	GENISIO SERGIO		1.825	0,002	F
357	MATTIODA MANUELA	GENISIO SERGIO		825	0,001	F
358	MAND. N. 103982 DI CORDUSIO FI	GENISIO SERGIO		251.000	0,285	F
359	MAND. N. 103983 DI CORDUSIO FI	GENISIO SERGIO		284.000	0,323	F
360	MAND. N. 103984 DI CORDUSIO FI	GENISIO SERGIO		255.000	0,290	F
361	SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	GENISIO SERGIO		204.000	0,232	F
362	ARGO FINANZIARIA S.P.A.	GIARDINI UMBERTO		46.979.432	53,368	F
363	REALE DAVIDE GIORGIO		3		0,000	F
364	POLLASTRELLI GIOVANNI		50.001		0,057	F
365	CRISTALLINI DEANNA	POLLASTRELLI GIOVANNI		52.501	0,060	F
366	POLLASTRELLI ROSA ANGELA	POLLASTRELLI GIOVANNI		7.001	0,008	F
367	ARMA LUIGI	BUSATO PAOLO		4.000	0,005	F
368	NOVAJRA SERGIO		16.000		0,018	F
369	PENT ADRIANO		5.000		0,006	F
370	MATARAZZO LUCIANA	PENT ADRIANO		5.000	0,006	F
371	PENT EVELINA	PENT ADRIANO		2.870	0,003	F
372	GHIRELLO FILIPPO		80		0,000	F
373	GNAVI ALDO		45.000		0,051	F
374	OLIVERO PIERINA	GNAVI ALDO		5.000	0,006	F
375	SEMPIO SERGIO		1.005		0,001	F
376	GIANNOTTI NICOLA		1.500		0,002	F
377	LUCCHESI BRUNO		1.000		0,001	F
378	LUCCHESI RITA		1.000		0,001	F
379	PETROZZA PASQUALE		1.150		0,001	F
380	LO CASCIO CARLO		20		0,000	F

**AZIONI**

**% SUI PRESENTI**

**FAVOREVOLI  
CONTRARI  
ASTENUTI  
NON VOTANTI**

**TOTALE AZIONI PRESENTI**



65.593.651	99,987%
8.124	0,012%
143	0,000%
0	0,000%
<b>65.601.918</b>	<b>100,000%</b>

*Handwritten signature*

**VIETTO PER INSERZIONE E DEPOSITO:**

Torino, dieci maggio due milareddici

Gian Maria Gus - Pietro

Ufficiali



Ufficiali

## Titolo I

### COSTITUZIONE DELLA SOCIETA'

#### Art. 1 - Denominazione.

E' costituita una società per azioni denominata "ASTM S.p.A."

#### Art. 2 - Sede.

La società ha sede legale in Torino.

Per deliberazione del Consiglio di Amministrazione possono essere istituite, modificate o soppresse sedi secondarie, direzioni, succursali, agenzie e rappresentanze.

Il Consiglio di Amministrazione ha pure facoltà di trasferire l'indirizzo della sede legale della società purchè nell'ambito territoriale del medesimo comune.

#### Art. 3 - Oggetto.

La società ha per oggetto, sia in Italia che all'estero, direttamente o per il tramite di società controllate o collegate:

- a) l'attività di costruzione e l'esercizio di tratte autostradali che dovessero essere assentite in concessione o comunque aggiudicate mediante procedure consentite dalle leggi in vigore, nonché l'attività d'impresa analoga ovvero strumentale od ausiliaria del servizio autostradale;
- b) l'attività nei settori informatico, telematico, della telecomunicazione, dei sistemi di pagamento e dei servizi alla mobilità;
- c) l'attività nel settore dell'edilizia e dell'esecuzione di opere pubbliche e private e l'assunzione e gestione di opere anche in concessione;
- d) l'attività nel settore dello sviluppo, realizzazione o manutenzione di impianti, terminali e infrastrutture per l'esercizio, anche in concessione, di attività portuale ed aeroportuale;
- e) l'attività nel settore della logistica e del trasporto;
- f) l'attività nel settore della cantieristica, anche navale;
- g) l'attività nel settore della navigazione e dei trasporti sia di merci che di passeggeri;
- h) l'attività nel settore della ricerca, produzione, trasformazione, trasmissione, trasporto e commercializzazione di energia elettrica, termica, gas e, in generale, di fonti e materie energetiche;
- i) l'attività nel settore immobiliare;
- j) l'attività di assunzione, gestione e dismissione di interessenze e partecipazioni in società o consorzi, che svolgano attività anche in settori diversi da quelli di cui alle precedenti lettere.

La Società può svolgere il coordinamento e la prestazione di servizi di natura finanziaria, tecnica e amministrativa a favore delle società controllate, collegate o partecipate, compresa la concessione di garanzie reali o personali anche a favore e nell'interesse di terzi.

La Società potrà inoltre compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari ed immobiliari che saranno ritenute dal Consiglio di Amministrazione necessarie od utili per il conseguimento degli scopi sociali come sopra complessivamente individuati, compresa la concessione di garanzie reali o personali anche a favore e nell'interesse di terzi. Sono comunque tassativamente escluse le attività di carattere finanziario nei confronti del pubblico e le attività finanziarie e di intermediazione mobi-



*Am. Pietro*

*Am. [Signature]*



*Am. [Signature]*

liare non consentite per legge o per le quali necessitino specifiche formalità ed autorizzazioni.

#### **Art. 4 - Durata.**

La durata della società è stabilita fino al 31 (trentuno) dicembre 2050 (due-milacinquanta) e potrà essere prorogata con deliberazione dell'Assemblea, con esclusione del diritto di recesso per i soci che non hanno concorso all'approvazione della deliberazione.

### **Titolo II**

#### **CAPITALE SOCIALE**

#### **AZIONI - OBBLIGAZIONI**

#### **Art. 5 - Misura del capitale.**

Il capitale sociale è di Euro 44.000.000,00 (quarantaquattromilioni) suddiviso in 88.000.000 (ottantottomilioni) azioni prive di valore nominale.

Con delibera in data 28 aprile 2016 l'assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo complessivo massimo pari a Euro 5.499.300,00 (cinquemilioni-quattrocentonovantanovemilatrecento), oltre ad un sovrapprezzo di Euro 122.524.404,00 (centoventiduemilionicinquecentoventiquattromilaquattrocentoquattro) da eseguirsi, mediante emissione di massime n. 10.998.600 (diecimilioninovecentonovantottomilaseicento) azioni ordinarie prive di valore nominale, con godimento regolare, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 11,64 (undici virgola sessantaquattro) (di cui Euro 11,14 (undici virgola quattordici) a titolo di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento in natura delle partecipazioni azionarie detenute da Argo Finanziaria S.p.A. e Codelfa S.p.A. in Itinera S.p.A. pari, rispettivamente, al 43,90% (quarantatre virgola novanta per cento) ed al 9,45% (nove virgola quarantacinque per cento) del relativo capitale sociale.

#### **Art. 6 - Azioni.**

Le azioni sono nominative quando ciò sia prescritto dalla legge; diversamente le azioni, se interamente liberate, possono essere nominative o al portatore, a scelta e a spese dell'Azionista.

#### **Art. 7 - Riduzione del capitale.**

L'assemblea può deliberare la riduzione del capitale anche mediante assegnazione a singoli Soci o gruppi di Soci di determinate attività sociali.

#### **Art. 8 - Obbligazioni.**

La Società può emettere obbligazioni nei modi e nei termini di legge.

### **Titolo III**

#### **ASSEMBLEA**

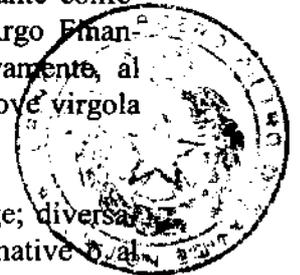
#### **Art. 9 - Assemblea.**

L'Assemblea, regolarmente convocata e costituita, rappresenta l'universalità di coloro ai quali spetta il diritto di voto e le sue deliberazioni obbligano anche gli assenti o dissenzienti, nei limiti della legge e del presente statuto.

Le norme regolamentari che disciplinano le modalità di svolgimento delle Assemblee sono approvate e modificate dall'Assemblea Ordinaria.

#### **Art. 10 - Intervento in Assemblea.**

Sono legittimati all'intervento e al voto in Assemblea coloro in favore dei quali sia pervenuta alla società, nei termini previsti dalla normativa in vigore, la comunicazione dell'intermediario abilitato attestante la predetta legittimazione.



Spetta al Presidente dell'Assemblea constatare il diritto di intervento e di voto in Assemblea.

**Art. 11 - Convocazione.**

L'Assemblea è convocata dal Consiglio di Amministrazione, o da un suo componente a ciò delegato, presso la sede sociale, o altrove, purchè in Italia.

L'Assemblea Ordinaria è convocata almeno una volta all'anno entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale ovvero, ricorrendo i presupposti di legge, entro centottanta giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. L'Assemblea è inoltre convocata - sia in via ordinaria, sia in via straordinaria - ogni qualvolta il Consiglio di Amministrazione lo ritenga opportuno, e nei casi previsti dalla legge.

L'Assemblea Ordinaria e l'Assemblea Straordinaria si tengono normalmente a seguito di più convocazioni.

Il Consiglio di Amministrazione può stabilire, qualora ne ravvisi l'opportunità e dandone espressa indicazione nell'avviso di convocazione, che sia l'Assemblea Ordinaria sia quella Straordinaria si tengano a seguito di un'unica convocazione.

**Art. 12 - Avviso di convocazione.**

L'avviso di convocazione deve contenere l'indicazione del giorno, dell'ora e del luogo dell'adunanza, l'elenco delle materie da trattare, nonché tutte le altre informazioni richieste dalla vigente normativa.

Esso deve essere pubblicato nei modi e nei termini di legge.

**Art. 13 - Rappresentanza in Assemblea.**

Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono farsi rappresentare nell'Assemblea mediante delega scritta ovvero conferita in via elettronica, ai sensi della vigente normativa.

Spetta al Presidente dell'Assemblea constatare la regolarità delle deleghe.

La notifica elettronica della delega deve essere effettuata mediante utilizzo di apposita sezione del sito Internet della Società ovvero di apposito indirizzo di posta elettronica, secondo le modalità indicate nell'avviso di convocazione dell'Assemblea.

La Società può designare per ciascuna assemblea, dandone indicazione nell'avviso di convocazione, un soggetto al quale i soci possono conferire, nei modi e nei termini previsti dalla legge e dalle disposizioni regolamentari, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto con riguardo alle sole proposte per le quali sono state conferite istruzioni di voto.

**Art. 14 - Quorum costitutivi e deliberativi dell'Assemblea.**

L'Assemblea si costituisce e delibera, sia in sede ordinaria sia in sede straordinaria, con le maggioranze previste dalla vigente normativa.

Le nomine del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale dovranno essere effettuate secondo quanto previsto, rispettivamente, all'art. 16 e all'art. 27 del presente Statuto.

**Art. 15 - Presidenza dell'Assemblea.**

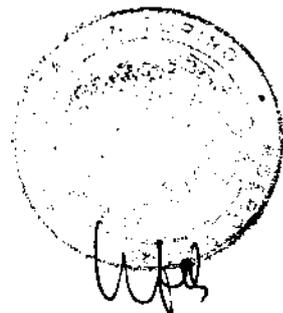
L'Assemblea è presieduta dal Presidente del Consiglio di Amministrazione; in caso di sua assenza o impedimento da un Vice Presidente, ovvero, in mancanza di entrambi, da altra persona designata dall'Assemblea.

Il Presidente designa, con l'approvazione dell'Assemblea, il Segretario e, ove lo ritenga, nomina due scrutatori, scegliendoli fra i soggetti partecipanti



*Handwritten signature: P. Riboldi*

*Handwritten signature: C. Keller*



aventi diritto di voto o i loro rappresentanti.

Spetta al Presidente dell'Assemblea regolare la disciplina della discussione e determinare il modo della votazione.

Nei casi di legge, o quando ciò è ritenuto opportuno dal Presidente dell'Assemblea, il verbale è redatto da un Notaio designato dallo stesso Presidente, nel qual caso non è necessaria la nomina del Segretario.

Le deliberazioni devono constare da verbale sottoscritto dal Presidente e dal Notaio o dal Segretario.

#### **Titolo IV**

### **AMMINISTRAZIONE E RAPPRESENTANZA**

#### **Art. 16 - Consiglio di Amministrazione.**

La società è amministrata da un Consiglio formato di un numero di componenti variabile da sette a quindici, secondo la determinazione fatta dall'Assemblea, assicurando la presenza di un numero di amministratori indipendenti e l'equilibrio tra i generi secondo le disposizioni di legge.

L'intero Consiglio di Amministrazione viene nominato sulla base di liste presentate dai Soci nelle quali i candidati - elencati mediante numero progressivo - devono possedere i requisiti di onorabilità previsti dalla normativa applicabile.

Le liste presentate dai soci dovranno essere depositate presso la sede sociale nei termini e con le modalità previsti dalla normativa in vigore.

Ogni socio potrà presentare o concorrere alla presentazione di una sola lista.

Ogni lista dovrà contenere un numero di candidati non superiore al numero massimo di Amministratori previsto dal primo comma del presente articolo.

e, al momento del deposito presso la sede sociale, dovrà essere corredata i)

di nota informativa riguardante le caratteristiche personali e professionali dei candidati stessi, ii) di accettazione scritta della candidatura e di dichiarazione di non essere presente in altre liste nonché iii) dell'ulteriore documentazione prevista dalla normativa applicabile. Ciascuna lista dovrà includere

almeno due candidati in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dalla vigente normativa indicandoli distintamente ed inserendo uno di essi al primo posto della lista. Le liste contenenti un numero di candidati pari o superiore a tre dovranno altresì includere, secondo quanto indicato nell'avviso

di convocazione, candidati di genere diverso, in modo da assicurare il rispetto di quanto richiesto dalla disciplina di volta in volta vigente in materia

di equilibrio tra generi.

Avranno diritto di presentare le liste soltanto i soci che da soli o insieme con altri soci siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti la quota di partecipazione al capitale sociale stabilita dalla normativa in vigore: la titolarità della predetta quota di partecipazione al capitale sociale dovrà essere comprovata nei termini e con le modalità previsti dalla normativa in vigore.

La lista per la quale non siano osservate le statuizioni sopra previste è considerata non presentata.

Ogni avente diritto al voto potrà votare una sola lista.

All'elezione dei membri del Consiglio di Amministrazione si procederà come segue:

a) dalla lista che avrà ottenuto la maggioranza dei voti espressi dagli aventi diritto saranno tratti nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa i quattro quinti degli Amministratori da eleggere, con arrotonda-



mento, in caso di numero frazionario, all'unità inferiore;

b) i restanti Consiglieri saranno tratti dalle altre liste; a tal fine, i voti ottenuti dalle liste stesse saranno divisi successivamente per uno, due, tre, secondo il numero degli Amministratori da eleggere. I quozienti così ottenuti saranno assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna di dette liste, secondo l'ordine nelle stesse rispettivamente previsto. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste verranno disposti in un'unica graduatoria decrescente: risulteranno eletti coloro che avranno ottenuto i quozienti più elevati.

Qualora più candidati abbiano ottenuto lo stesso quoziente, risulterà eletto il candidato della lista che non abbia ancora eletto alcun Amministratore o che abbia eletto il minor numero di Amministratori. In caso di parità di voti di lista, e, quindi, a parità di quoziente, si procederà a nuova votazione da parte dell'Assemblea, risultando eletto il candidato che ottenga la maggioranza semplice dei voti.

Qualora ad esito del procedimento di cui ai precedenti commi la composizione del Consiglio di Amministrazione non consenta il rispetto dell'equilibrio tra i generi, i candidati che risulterebbero eletti nelle varie liste vengono disposti in un'unica graduatoria decrescente, formata secondo il sistema dei quozienti indicato nella precedente lettera b). Il candidato del genere più rappresentato con il quoziente più basso tra i candidati tratti da tutte le liste è sostituito, fermo il rispetto del numero minimo di amministratori indipendenti, dal primo candidato non eletto, appartenente al genere meno rappresentato indicato nella stessa lista del candidato sostituito.

Nel caso in cui i candidati di diverse liste abbiano ottenuto lo stesso quoziente, verrà sostituito il candidato della lista dalla quale è tratto il maggior numero di amministratori.

Qualora la sostituzione del candidato del genere più rappresentato avente il quoziente più basso in graduatoria non consenta, tuttavia, il raggiungimento della soglia minima prestabilita dalla normativa vigente per l'equilibrio tra i generi, l'operazione di sostituzione sopra indicata viene eseguita anche con riferimento al candidato del genere più rappresentato avente il penultimo quoziente e così via risalendo dal basso della graduatoria. In tutti i casi in cui il procedimento sopra descritto non sia applicabile, la sostituzione viene effettuata dall'assemblea con le maggioranze di legge, nel rispetto del principio di proporzionale rappresentanza delle minoranze all'interno del Consiglio di Amministrazione.

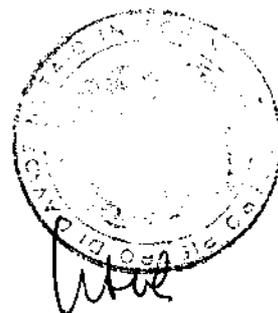
Nel caso in cui non venga presentata o ammessa alcuna lista o comunque, per qualsiasi ragione, la nomina di uno o più Amministratori non possa essere effettuata secondo quanto previsto nel presente articolo, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, in modo comunque da assicurare, ai sensi della vigente normativa, la presenza del numero di Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza ed il rispetto di quanto richiesto dalla disciplina di volta in volta vigente in materia di equilibrio tra i generi.

Se nel corso dell'esercizio vengono a mancare uno o più Amministratori si provvede secondo le disposizioni di legge in vigore, nominando, secondo l'ordine progressivo, candidati tratti dalla lista cui apparteneva l'Amministratore venuto meno che siano tuttora eleggibili e disposti ad accettare la carica ed assicurando comunque, ai sensi della vigente normativa, la presenza del numero necessario di amministratori indipendenti e l'equilibrio tra i



*Handwritten signature*

*Handwritten signature*



generi .

Qualora, per dimissioni od altre cause, venisse a mancare la maggioranza degli Amministratori nominati dall'Assemblea, l'intero Consiglio si intenderà dimissionario e la sua cessazione avrà effetto dal momento nel quale il Consiglio di Amministrazione sarà ricostituito a seguito delle nomine effettuate dall'Assemblea che dovrà essere al più presto convocata.

Gli Amministratori durano in carica per il tempo stabilito dall'Assemblea, comunque non superiore a tre esercizi, e sono rieleggibili; i nominati nel corso dello stesso periodo scadono con quelli già in carica all'atto della loro nomina.

L'Assemblea delibera il compenso annuo spettante ai membri del Consiglio di Amministrazione: tale compenso rimarrà valido anche per gli esercizi successivi a quello per il quale è stato deliberato, fino a diversa determinazione dell'Assemblea.

Le remunerazioni degli amministratori investiti di particolari cariche vengono, di volta in volta, determinate dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale, ai sensi dell'art. 2389 del Codice Civile.

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione spetta il rimborso delle spese sostenute per ragione del loro ufficio.

#### **Art. 17 - Cariche sociali.**

Il Consiglio, ove l'Assemblea non vi abbia già provveduto, nomina fra i suoi componenti un Presidente.

Può inoltre nominare uno o più Vice Presidenti oltreché uno o più Amministratori Delegati attribuendo loro i poteri che riterrà opportuni nel limiti della legge.

#### **Art. 18 - Segretario del Consiglio.**

Il Consiglio designa un Segretario scegliendolo anche al di fuori dei suoi componenti.

In caso di suo impedimento od assenza le sue mansioni sono affidate ad altra persona designata di volta in volta dal Presidente delle singole riunioni.

#### **Art. 19 - Riunioni del Consiglio.**

Il Consiglio di Amministrazione si adunerà ogni qualvolta il Presidente, o chi lo sostituisce, lo giudichi necessario, oppure su domanda della maggioranza dei suoi componenti.

La convocazione avrà luogo mediante l'invito trasmesso al domicilio di ciascun Amministratore e Sindaco almeno tre giorni prima di quello fissato per l'adunanza, per lettera, telegramma, telefax, o per posta elettronica, salvo caso di urgenza, nel quale basterà il preavviso di un giorno.

Le sedute del Consiglio possono essere tenute anche fuori della sede sociale.

E' ammessa la possibilità per i partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione di intervenire a distanza mediante l'utilizzo di sistemi di teleconferenza o televideoconferenza.

In tal caso:

- devono essere assicurate, comunque:

1. la individuazione di tutti i partecipanti in ciascun punto del collegamento;
2. la possibilità per ciascuno dei partecipanti di intervenire, di esprimere oralmente il proprio avviso, di visionare, ricevere o trasmettere tutta la documentazione, nonché la contestualità dell'esame e della deliberazione;



- la riunione del Consiglio di Amministrazione si considera tenuta nel luogo nel quale si devono trovare, simultaneamente, il Presidente ed il Segretario.

**Art. 20 - Deliberazioni del Consiglio.**

Per la validità delle deliberazioni del Consiglio è necessaria la presenza della maggioranza degli Amministratori in carica. Le deliberazioni sono prese a maggioranza assoluta dei presenti e, in caso di parità, prevale il voto di chi presiede la seduta.

Delle deliberazioni si fa constare per mezzo di verbali firmati dal Presidente della riunione e dal Segretario della stessa.

**Art. 21 - Poteri del Consiglio.**

Il Consiglio è investito dei più ampi poteri per l'amministrazione ordinaria e straordinaria della società.

Esso ha pertanto la facoltà di compiere tutti gli atti anche di disposizione che ritiene opportuni per il conseguimento dell'oggetto sociale, esclusi soltanto quelli che la legge espressamente riserva all'Assemblea.

Il Consiglio di Amministrazione inoltre:

- ai sensi degli artt. 2505 e 2505-bis del Codice Civile può deliberare la fusione per incorporazione di una o più società delle quali si possiede almeno il novanta per cento delle azioni o quote costituenti il capitale sociale;
- ai sensi dell'art. 2365, comma 2 del Codice Civile, può deliberare gli adeguamenti dello statuto a disposizioni normative;
- ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società: (a) può deliberare il compimento di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza nonostante il parere contrario o comunque senza tener conto dei rilievi del Comitato controllo e rischi, purché vi sia l'autorizzazione dell'Assemblea Ordinaria rilasciata ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5) del Codice Civile e in conformità con quanto previsto dalla predetta procedura; (b) può deliberare, avvalendosi delle esenzioni previste dalla procedura, il compimento da parte della Società, direttamente o per il tramite di proprie controllate, di operazioni con parti correlate aventi carattere di urgenza che non siano di competenza dell'Assemblea, né debbano essere da questa autorizzate.

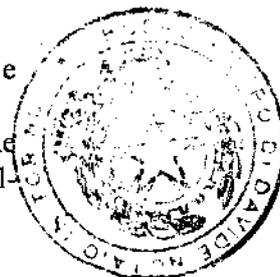
Gli organi delegati riferiscono, in occasione delle riunioni del Consiglio o del Comitato Esecutivo od anche direttamente, tempestivamente e comunque con periodicità almeno trimestrale, al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalla Società o dalle società controllate; in particolare riferiscono sulle operazioni in potenziale conflitto di interessi.

Il Consiglio di Amministrazione, previo parere obbligatorio del Collegio Sindacale, nomina e revoca il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari determinandone la durata in carica.

Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari deve possedere sia un'esperienza professionale, almeno triennale, maturata in ambito amministrativo e/o finanziario della Società, ovvero di Società ad essa comparabili per dimensioni o per struttura organizzativa sia i requisiti di onorabilità richiesti per la carica di amministratore.

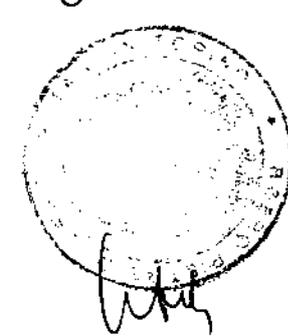
**Art. 22 - Comitato Esecutivo.**

Il Consiglio può nominare un Comitato Esecutivo, determinando il numero



*Handwritten signature: Pietro*

*Handwritten signature: Cedola*



dei componenti e delegando ad esso le proprie attribuzioni, salvo quelle riservate per legge al Consiglio stesso; può eventualmente investire i singoli componenti così nominati di particolari incarichi stabilendo anche all'occorrenza, sentito il parere del Collegio Sindacale, la misura delle indennità da conteggiarsi nelle spese generali.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione e, ove nominati, i Vice Presidenti e gli Amministratori Delegati fanno parte di diritto del Comitato Esecutivo.

Per la validità delle deliberazioni e le modalità della votazione si applicano le stesse norme fissate dall'art. 20.

#### **Art. 23 - Direttori.**

Il Consiglio può, nelle forme di legge, nominare uno o più Direttori, determinandone i poteri, le attribuzioni ed eventualmente i compensi.

#### **Art. 24 - Rappresentanza sociale.**

La rappresentanza legale della società di fronte ai terzi ed in giudizio spetta al Presidente del Consiglio di Amministrazione, oltretutto, se nominati, a ciascuno dei Vice Presidenti e degli Amministratori Delegati nell'ambito dei poteri loro attribuiti dal Consiglio di Amministrazione.

#### **Art. 25 - Autorizzazioni speciali.**

I legali rappresentanti statuari possono autorizzare la sottoscrizione di documenti con riproduzione meccanica delle firme.

#### **Titolo V**

#### **SINDACI**

#### **Art. 26 - Composizione del Collegio Sindacale.**

Il Collegio Sindacale è composto da tre Sindaci effettivi e da tre Sindaci Supplenti.

#### **Art. 27 - Nomine.**

I Sindaci sono nominati per tre esercizi e l'assemblea ne determina, all'atto della nomina, la retribuzione per lo stesso periodo.

Al fine di assicurare alla minoranza l'elezione di un Sindaco Effettivo e di un Supplente, la nomina del Collegio Sindacale avviene sulla base di liste presentate dagli azionisti, nelle quali i candidati sono nominativamente elencati e contraddistinti da un numero progressivo.

La lista si compone di due sezioni: una per i candidati alla carica di Sindaco Effettivo, l'altra per i candidati alla carica di Sindaco Supplente. Ai fini del rispetto della vigente normativa in materia di equilibrio tra i generi, le liste che, considerando entrambe le sezioni, presentano un numero di candidati pari o superiore a tre devono includere candidati di genere diverso nei primi due posti tanto della sezione relativa ai Sindaci Effettivi quanto della sezione relativa ai Sindaci Supplenti.

Avranno diritto di presentare le liste soltanto gli azionisti che, da soli o insieme con altri, siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti la quota di partecipazione al capitale sociale stabilita dalla normativa in vigore: la titolarità della predetta quota di partecipazione al capitale sociale dovrà essere comprovata nei termini e con le modalità prescritti dalla normativa in vigore.

Ogni azionista, nonché gli azionisti appartenenti ad un medesimo gruppo e quelli che aderiscono ad un patto parasociale avente ad oggetto azioni della Società, non possono presentare o votare più di una lista, neppure per interposta persona o società fiduciaria. Ogni candidato può presentarsi in una



sola lista a pena di ineleggibilità.

Non possono essere inseriti nelle liste candidati che non siano in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dalla normativa applicabile.

Almeno uno dei Sindaci Effettivi ed almeno uno dei Sindaci Supplenti sono scelti fra i revisori legali iscritti nell'apposito registro che abbiano esercitato l'attività di revisione legale per un periodo non inferiore a tre anni.

I Sindaci che non sono in possesso del suddetto requisito sono scelti tra coloro che abbiano maturato un'esperienza complessiva di almeno un triennio nell'esercizio di:

- a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso società di capitali che abbiano un capitale sociale non inferiore a due milioni di euro; ovvero
- b) attività professionali o di insegnamento universitario di ruolo in materie giuridiche, economiche, finanziarie e tecnico-scientifiche, nei settori industriale, bancario, dei servizi di trasporto, logistici, tecnologici e dell'informatica; ovvero
- c) funzioni dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni operanti nei settori creditizio, finanziario, assicurativo, industriale, dei servizi di trasporto, logistici, tecnologici e dell'informatica.

I Sindaci uscenti sono rieleggibili.

Le liste presentate devono essere depositate presso la sede della società nei termini e con le modalità previsti dalla normativa in vigore e di ciò sarà fatta menzione nell'avviso di convocazione.

Unitamente a ciascuna lista sono depositate le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, l'esistenza dei requisiti normativamente e statutariamente prescritti, nonché l'ulteriore documentazione richiesta dalla normativa in vigore.

La lista per la quale non sono osservate le statuizioni sopra indicate è considerata come non presentata.

All'elezione dei Sindaci si procede come segue:

1. dalla lista che ha ottenuto in assemblea il maggior numero di voti sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono stati elencati nelle sezioni della lista, due membri effettivi e due supplenti;
2. dalla seconda lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono elencati nelle sezioni della lista, il restante membro effettivo ed il restante membro supplente.

In caso di parità di voti fra due o più liste risulteranno eletti Sindaci i candidati più anziani per età fino a concorrenza dei posti da assegnare.

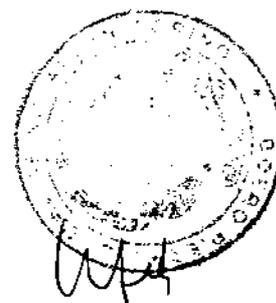
La Presidenza del Collegio Sindacale spetta al candidato espresso dalla seconda lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti; in caso di parità di voti fra due o più liste, si applica il comma precedente.

Qualora l'applicazione della procedura di cui sopra non consenta, per i Sindaci Effettivi, il rispetto della normativa sull'equilibrio tra i generi, viene calcolato il quoziente di voti da attribuire a ciascun candidato tratto dalle sezioni dei Sindaci Effettivi delle diverse liste, dividendo il numero di voti ottenuti da ciascuna lista per il numero d'ordine di ciascuno dei detti candidati; il candidato del genere più rappresentato con il quoziente più basso tra



Firma  
G...

C...



i candidati tratti da tutte le liste è sostituito dall'appartenente al genere meno rappresentato eventualmente indicato, con il numero d'ordine successivo più alto, nella stessa sezione dei Sindaci Effettivi della lista del candidato sostituito ovvero, in subordine, nella sezione dei Sindaci Supplenti della stessa lista del candidato sostituito (il quale in tal caso subentra nella posizione del candidato supplente che sostituisce). Nel caso in cui candidati di diverse liste abbiano ottenuto lo stesso quoziente, verrà sostituito il candidato della lista dalla quale è tratto il maggior numero di sindaci ovvero, in subordine, il candidato tratto dalla lista che ha ottenuto meno voti. Per la nomina di sindaci, per qualsiasi ragione, non nominati secondo le procedure sopra previste, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge e nel rispetto di quanto previsto dalla disciplina di volta in volta vigente in materia di equilibrio dei generi.

Nel caso vengano meno i requisiti normativamente e statutariamente richiesti, il Sindaco decade dalla carica.

In caso di sostituzione di un Sindaco subentra il supplente appartenente alla medesima lista di quello cessato, in modo da rispettare quanto previsto dalla disciplina di volta in volta vigente in materia di equilibrio dei generi, in materia di composizione dell'organo collegiale. Se la sostituzione di cui sopra non consente il rispetto della normativa vigente in materia di equilibrio tra i generi, l'Assemblea dovrà essere convocata al più presto per assicurare il rispetto di tale normativa.

Per la integrazione del Collegio Sindacale a seguito di cessazione per qualsiasi motivo di un suo componente, l'Assemblea delibera a maggioranza relativa assicurando, in ogni caso, alla minoranza la rappresentanza nel Collegio prevista dal secondo comma ed il rispetto di quanto previsto dalla vigente normativa in materia di equilibrio tra i generi.

#### **Titolo VI**

#### **BILANCIO E RIPARTO DEGLI UTILI**

##### **Art. 28 - Esercizi sociali.**

L'esercizio sociale si chiude al 31 dicembre di ogni anno.

Il Consiglio di Amministrazione redige il bilancio di esercizio annualmente secondo la norma di legge.

##### **Art. 29 - Ripartizione degli utili.**

Dagli utili che risultano dal bilancio approvato dall'Assemblea si preleva il 5% fino a costituire il fondo di riserva legale prescritto dalla legge.

La somma rimanente verrà utilizzata per l'assegnazione del dividendo deliberato dall'Assemblea, e/o per quegli altri scopi che l'Assemblea stessa riterrà di determinare.

##### **Art. 30 - Acconti sul dividendo.**

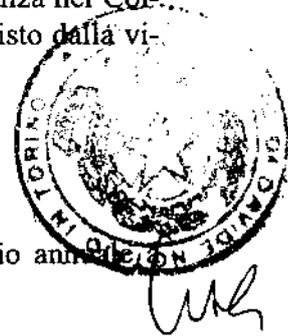
Il Consiglio ha facoltà di deliberare, durante il corso dell'esercizio, il pagamento di un acconto sul dividendo dell'esercizio stesso. Il saldo verrà pagato all'epoca che sarà fissata dall'Assemblea in sede di approvazione del bilancio.

##### **Art. 31 - Pagamento dei dividendi.**

I dividendi sono pagabili presso gli intermediari autorizzati aderenti al sistema di gestione accentrata ai sensi della vigente normativa.

I dividendi non ritirati entro 5 anni dal giorno di esigibilità si prescrivono a vantaggio della Società.

#### **Titolo VII**



**DISPOSIZIONI FINALI**

**Art. 32 - Competenza territoriale.**

La società è sottoposta alla giurisdizione dell'autorità giudiziaria ordinaria e di giustizia amministrativa di Torino.

**Art. 33 - Domicilio degli Azionisti.**

Ai fini di qualsiasi comunicazione sociale il domicilio degli Azionisti si considera quello che risulta dal Libro dei Soci.

**Art. 34 - Liquidazione.**

In caso di scioglimento della società, si provvede per la sua liquidazione nei modi stabiliti dalla legge.

Il liquidatore o i liquidatori sono nominati a norma di legge dalla Assemblea, che ne determina poteri e compensi.

**Art. 35 - Rinvio alle norme di legge.**

Per tutto quanto non previsto dal presente statuto si fa rinvio alla legge.

**Art. 36 - Clausola transitoria.**

Le disposizioni degli articoli 16 e 27 finalizzate a garantire il rispetto della normativa vigente in materia di equilibrio tra i generi trovano applicazione ai primi tre rinnovi del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale successivi all'entrata in vigore ed all'acquisto dell'efficacia delle disposizioni dell'articolo 1 della Legge 12 luglio 2011, n. 120, pubblicata sulla G.U. n. 174 del 28 luglio 2011 (e cioè successivi al 12 agosto 2012).

In occasione del primo rinnovo, successivo a tale data, del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale la quota da riservare al genere meno rappresentato è limitata ad un quinto del totale, con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all'unità superiore.

*Gran Maria*

*Gran Pietro*

*Umberto*

VISTO PER INSERZIONE E DEPOSITO:  
Torino, dieci maggio due milaseidici



Registrato all'ufficio Territoriale delle Entrate di Torino 3  
in data 11 MAGGIO 2016 ..... al n. 7878/AT  
con Euro 556,00=

**Copia conforme all'originale, in più fogli uniti dalle prescritte firme ed**

**ai suoi allegati, nei miei fogli; consta di centosettantasei fogli.**  
Torino, 12 maggio 2016

11 *Umberto*

