



ASTM S.p.A./SIAS - Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A.

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

KPMG S.p.A.

13 settembre 2019



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Piazza della Vittoria, 15 int. 11
16121 GENOVA GE
Telefono +39 010 564992
Email it-fmauditaly@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

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

Agli Azionisti della
ASTM S.p.A.

Agli Azionisti della
SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

In data 21 giugno 2019 abbiamo ricevuto dal Tribunale di Torino l'incarico di redigere, in qualità di esperto comune nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A. ("SIAS" o la "Società Incorporanda") in ASTM S.p.A. (di seguito "ASTM" o "Società Incorporante" e, congiuntamente con SIAS le "Società"), la relazione sul rapporto di cambio tra le azioni delle Società ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-sexies del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Società i progetti di fusione corredati dalle apposite relazioni degli Amministratori (nel seguito le "Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2018 redatte ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

I progetti di fusione saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee degli Azionisti di ASTM e SIAS, riunite in sede straordinaria, in unica convocazione il giorno 16 ottobre 2019.

2 Sintesi dell'operazione

In data 13 giugno 2019 i Consigli di Amministrazione, rispettivamente di ASTM e di SIAS, hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di SIAS nella controllante ASTM e la bozza delle Relazioni, dando mandato agli Amministratori per la loro finalizzazione.

In data 12 settembre 2019 gli Amministratori, rispettivamente di ASTM e di SIAS, hanno finalizzato le Relazioni, nelle quali gli stessi hanno illustrato le ragioni giuridiche ed economiche dell'operazione e il relativo rapporto di cambio.

Nelle rispettive Relazioni gli Amministratori, nell'illustrare le ragioni dell'operazione, precisano che la fusione è finalizzata a:

- dare vita ad un'unica *holding* industriale quotata che, agendo come "*one company*", sia in grado di esprimere specifiche competenze nei settori delle concessioni autostradali, delle costruzioni, dell'ingegneria e dell'innovazione tecnologica;
- realizzare un accorciamento della catena di controllo rispetto alle società operative, in linea con le prassi nazionale e internazionale e con le aspettative del mercato, per una semplificazione della struttura societaria del Gruppo, con ricadute positive per quanto concerne l'accesso ai *cash flows* e di conseguenza al mercato di capitali;
- creare una nuova realtà industriale che possa crescere in modo efficiente e competitivo sia sui mercati nazionali sia sui mercati internazionali, anche con ricorso al mercato mediante operazioni di rafforzamento del capitale alla luce del nuovo piano strategico che verrà presentato al Consiglio di Amministrazione di ASTM successivamente alla fusione;
- favorire la creazione di un emittente quotato che per dimensione e liquidità possa ambire a proporsi tra le società di primaria importanza del mercato borsistico italiano; e
- razionalizzare la struttura societaria allo scopo di ridurre i costi di *holding*, di rafforzare le sinergie industriali e di migliorare i risultati operativi.

Per quanto attiene più specificatamente alla struttura dell'operazione, dalle Relazioni emerge quanto segue:

- a) La fusione avverrà tra:
 - ASTM S.p.A., con sede legale in Torino, Corso Regina Margherita n. 165, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Torino, codice fiscale e partita IVA 00488270018, con capitale sociale pari a €49.499.300,00, suddiviso in n. 98.998.600 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale;
 - SIAS – Società Iniziative Autostradali e Servizi S.p.A., con sede legale in Torino, via Bonzanigo n. 22, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Torino, codice fiscale e partita IVA 08381620015, con capitale sociale pari a €113.771.078,00, suddiviso in n. 227.542.156 azioni ordinarie con un valore nominale di €0,50 ciascuna.
- b) Alla data odierna, anche a seguito dell'Offerta Pubblica di Acquisto completata nel mese di luglio 2019, ASTM detiene direttamente n. 152.057.982 azioni SIAS, rappresentative del 66,826% del capitale sociale di SIAS. N. 3.908.016 azioni di SIAS rappresentative dell'1,717% del capitale sociale sono inoltre detenute da SINA – Società Iniziative Nazionali Autostradali S.p.A. ("SINA"), società controllata da ASTM. Il numero di azioni della Società Incorporanda detenute direttamente e indirettamente dalla Società Incorporante ammonta pertanto a complessive n. 155.965.998 azioni, rappresentative del 68,544% del capitale sociale.

- c) La fusione verrà attuata mediante i) l'annullamento senza concambio delle azioni ordinarie SIAS che saranno nella titolarità di ASTM alla data di efficacia della fusione e ii) l'annullamento delle azioni ordinarie SIAS che saranno nella titolarità di soci di SIAS diversi da ASTM alla data di efficacia della fusione e la contestuale assegnazione a questi ultimi di azioni ASTM in numero definito sulla base del rapporto di cambio proposto dagli Amministratori.
- d) Le azioni di nuova emissione della Incorporante assegnate in concambio agli azionisti SIAS saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al pari delle azioni ASTM già in circolazione, nonché sottoposte al regime di dematerializzazione e gestione accentrata presso Monte Titoli S.p.A., ai sensi degli artt. 83-bis e seguenti del TUF.
- e) Per effetto della fusione saranno trasferiti ad ASTM, in qualità di nuovo soggetto emittente, i n. 3 (tre) prestiti obbligazionari non convertibili aventi durata decennale, regolati dalla legge inglese e negoziati presso la Borsa d'Irlanda, emessi da SIAS. In particolare saranno trasferiti a ASTM (i) il "prestito obbligazionario SIAS 2010-2020", per un importo di €500 milioni, avente una cedola pari al 4,50% annuo lordo e con rimborso previsto in un'unica soluzione alla data di scadenza (i.e. 26 ottobre 2020); (ii) il "prestito obbligazionario SIAS 2014-2024", per un importo di €500 milioni, avente una cedola pari al 3,375% annuo lordo e con rimborso previsto in un'unica soluzione alla data di scadenza (i.e. 13 febbraio 2024) e (iii) il "prestito obbligazionario SIAS 2018-2028", per un importo di €550 milioni, avente una cedola pari al 1,625% annuo lordo e con rimborso previsto in un'unica soluzione alla data di scadenza (i.e. 8 febbraio 2028).
- f) La fusione per incorporazione di SIAS in ASTM determinerà l'estinzione della Società Incorporanda.

3

Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di ASTM e SIAS idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate.

La presente relazione contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione delle azioni delle Società riguardate dall'operazione di fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di SIAS in ASTM. Essa pertanto non può essere utilizzata, in tutto o in parte, per altri scopi.

4

Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da ASTM e SIAS i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie, che includono in particolare:

- i progetti di fusione redatti ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile e le relazioni degli Amministratori redatti ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile delle due Società indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie;
- i documenti inerenti la quantificazione degli intervalli di rapporto di cambio, predisposti da J.P. Morgan Securities Plc e Unicredit S.p.A. per conto di ASTM e da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Société Générale Milan Branch per conto di SIAS;
- i pareri di congruità dal punto di vista finanziario del rapporto di cambio determinato dagli Amministratori di ASTM, emessi da J.P. Morgan Securities Plc e Unicredit S.p.A.;
- i pareri di congruità dal punto di vista finanziario del rapporto di cambio determinato dagli Amministratori di SIAS, emessi da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Société Générale Milan Branch;
- il parere del Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità di ASTM e il parere di congruità sul rapporto di cambio determinato dagli Amministratori della Società, predisposto dal Prof. Alberto Dello Strologo su incarico conferito dal Comitato;
- il parere del Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità di SIAS e il parere di congruità sul rapporto di cambio determinato dagli Amministratori della Società, predisposto dal Prof. Enrico Laghi su incarico conferito dal Comitato;
- i bilanci di esercizio e i bilanci consolidati al 31 dicembre 2018 di ASTM e SIAS, approvati dalle relative Assemblee degli Azionisti e assoggettati a revisione contabile da parte di PricewaterhouseCoopers S.p.A., che sono stati utilizzati quali situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile;
- i bilanci di esercizio al 31 dicembre 2018 delle società controllate da ASTM e SIAS, approvati dalle relative Assemblee degli Azionisti;
- le proiezioni economiche e patrimoniali di ASTM e SIAS, predisposte dalle rispettive direzioni aziendali, inclusive del dettaglio per le principali società controllate (concessioni autostradali, società di costruzioni, altro);
- dettagli della posizione finanziaria netta di ASTM e SIAS alla data del 31 dicembre 2018 e degli effetti finanziari connessi ad alcune operazioni effettuate successivamente a tale data (distribuzione dividendi, operazione Autostrade Lombarde/BrebeMi e TEM/TE);
- dettagli relativi ai costi di *holding* di ASTM e SIAS per gli anni 2017 e 2018 e previsti per l'anno 2019;
- il Documento Informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto da SIAS ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i, pubblicato in data 20 giugno 2019, inclusivo dei relativi allegati;
- il Documento Informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto da ASTM ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i, pubblicato in data 20 giugno 2019, inclusivo dei relativi allegati;

- gli statuti vigenti di ASTM e SIAS;
- altri documenti e informazioni, anche di natura non pubblica, forniti da ASTM e SIAS o ottenuti nel corso di interviste condotte con le rispettive direzioni aziendali;
- informazioni e dati relativi alle quotazioni di borsa dei titoli ASTM e SIAS, nonché alcuni documenti di ricerca di analisi finanziari sui titoli medesimi.

5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di ASTM e di SIAS per la determinazione del rapporto di cambio

Gli Amministratori di ASTM e di SIAS, anche sulla base delle indicazioni dei propri *advisor*, hanno proceduto alla determinazione del rapporto di cambio sulla base di metodologie di valutazione delle azioni allineate con la prassi di mercato e tali da consentire di valutare in maniera omogenea le Società.

Le Società sono state valutate in ottica di continuità aziendale e in ipotesi di autonomia operativa, senza considerare i potenziali effetti sinergici connessi all'operazione di fusione.

Ai fini della stima del rapporto di cambio gli Amministratori di ASTM e di SIAS hanno utilizzato le seguenti metodologie:

- il Metodo della Somma delle Parti (o *Net Asset Value*);
- il Metodo delle Quotazioni di Borsa (o dei Prezzi di Borsa).

Gli Amministratori di ASTM (ma non gli Amministratori di SIAS) hanno inoltre utilizzato il Metodo dei Prezzi Target indicati dagli analisti finanziari.

Le metodologie di stima utilizzate dagli Amministratori, nonché le principali scelte applicative, sono riassunte nel seguito.

5.1 Data di riferimento delle stime

Le valutazioni effettuate ai fini della determinazione del rapporto di cambio sono state convenzionalmente riferite dagli Amministratori alla data del 13 giugno 2019, data nella quale i consigli di amministrazione delle Società hanno approvato i termini della fusione e annunciato l'operazione.

Ai fini dell'applicazione del Metodo della Somma delle Parti, gli Amministratori hanno proceduto a partire dai dati patrimoniali consuntivi delle Società e delle partecipate alla data del 31 dicembre 2018, tenendo conto degli effetti finanziari connessi al pagamento dei dividendi a valere sul risultato dell'esercizio 2018, che è avvenuto nel mese di maggio 2019 e all'esecuzione dell'operazione Autostrade Lombarde/BreBeMi e TEM/TE.

Ai fini dell'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa, gli Amministratori hanno utilizzato le quotazioni di borsa dei titoli delle Società nel periodo fino alla data del 12 giugno 2019, ultimo giorno antecedente l'approvazione della fusione.

5.2 **Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione**

5.2.1 **Metodo della Somma delle Parti (o Net Asset Value)**

Il metodo della Somma delle Parti (noto anche come metodo del *Net Asset Value* o "NAV") è un metodo di generale applicazione per stimare il valore di società che, come ASTM e SIAS, si configurano come *holding* finanziarie che controllano partecipazioni diversificate.

Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice, che determina il valore della holding sulla base dei valori attribuibili alle principali partecipazioni e attività detenute, al netto delle passività in essere, con un approccio a portafoglio chiuso (il perimetro di portafoglio e la struttura societaria considerata dagli Amministratori sono quelli al 31 dicembre 2018).

Nell'ambito di questa metodologia generale, in considerazione dei rapporti di correlazione tra ASTM e SIAS, ovvero della rilevanza della partecipazione SIAS (e di altre società partecipate da SIAS con quote complementari a quelle di ASTM) sul totale delle attività di ASTM, gli Amministratori hanno proceduto con modalità che consentissero completa omogeneità tra le valutazioni delle medesime attività ai vari livelli della struttura societaria.

Per quanto riguarda le principali partecipazioni operative detenute da ASTM e SIAS, la loro valutazione è stata condotta sulla base del metodo dei flussi di cassa scontati ("*Discounted Cash Flow*" o "DCF").

Il metodo DCF stima il valore delle attività della società partecipata (*Enterprise Value*) in base al valore dei flussi di cassa operativi futuri scontati a un tasso che ne riflette il rischio specifico. Il metodo è applicato con un modello a due fasi, con periodo di previsione esplicita su un numero limitato di anni e valore residuo per gli anni successivi.

I flussi finanziari del periodo esplicito futuri sono stati desunti da dati previsionali predisposti dalle direzioni aziendali mentre il valore residuo è stimato con modalità di tipo sintetico, che variano a seconda del settore di attività.

Nel caso delle società partecipate che operano nel settore della gestione delle concessioni autostradali la stima del valore residuo è stata condotta con modalità coerenti con i criteri previsti dalla normativa di regolazione (ad esempio, ove applicabile il valore di subentro del nuovo concessionario). Per le società partecipate che operano nei settori delle costruzioni, ingegneria e tecnologie il valore residuo è stato invece stimato con il modello della rendita perpetua riferita a un orizzonte temporale indefinito.

I tassi di sconto dei flussi finanziari sono stati stimati per ciascuna attività sulla base di un approccio di tipo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). La posizione finanziaria netta di riferimento utilizzata dagli Amministratori per la valutazione DCF delle partecipate è quella al 31 dicembre 2018.

Riguardo alle partecipazioni per le quali non erano disponibili dati finanziari previsionali, gli Amministratori hanno applicato metodi empirici (ad es. quello dei moltiplicatori di mercato) oppure hanno fatto riferimento ai valori contabili nel bilancio delle Società.

Per la valutazione patrimoniale di ASTM e SIAS gli Amministratori hanno proceduto a partire dal valore attribuito alle partecipazioni in portafoglio al quale hanno sottratto il valore attuale dei costi di holding e la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2018 rettificata per tenere conto degli effetti finanziari connessi alla distribuzione dei dividendi sull'utile 2018 e all'esecuzione dell'operazione Autostrade Lombarde/BreBeMi e TEM/TE.

I metodi utilizzati dagli Amministratori delle Società per la valutazione delle principali partecipazioni di ASTM e di SIAS con il metodo della Somma delle Parti sono richiamati nella tabella che segue.

SIAS S.p.A. - Partecipazioni	
Metodo di valutazione	
Concessioni autostradali	
SALT S.p.A.	DCF
SATAP S.p.A.	DCF
SAV S.p.A.	DCF
ADF S.p.A.	DCF
Soc. Programm. Autovia Padana S.p.A.	DCF
ATCN S.p.A.	DCF
ATIVA S.p.A.	Liquidazione
TE S.p.A.	DCF
TEM S.p.A.	Somma delle parti
SITAF S.p.A.	DCF
Milano Serravalle - Milano Tangenziali S.p.A.	Valore contabile
IGLI S.p.A.	Somma delle Parti
Road Link Holdings Ltd	Valore contabile
Tecnologia	
SINELEC S.p.A.	DCF
Costruzioni	
ITINERA S.p.A.	Somma delle Parti
Altre partecipazioni	Valore contabile
ASTM S.p.A. - Partecipazioni	
Metodo di valutazione	
Concessioni autostradali	
SIAS S.p.A.	Somma delle Parti
Milano Serravalle - Milano Tangenziali S.p.A.	Valore contabile
IGLI S.p.A.	Somma delle Parti
Ingegneria	
SINA S.p.A.	Multipli di mercato
Costruzioni	
ITINERA S.p.A.	Somma delle Parti
Altre partecipazioni	Valore contabile

5.2.2 Metodo delle Quotazioni di Borsa

Il metodo delle Quotazioni di Borsa rappresenta un approccio di rilevazione diretta, basato sui prezzi espressi dai titoli sui mercati regolamentati.

Nel caso di specie, gli Amministratori hanno proceduto all'applicazione del Metodo delle Quotazioni di Borsa rilevando i prezzi dei titoli ASTM e SIAS su diversi orizzonti temporali antecedenti la data di riferimento del 13 giugno 2019.

In particolare gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare le medie aritmetiche dei prezzi ufficiali ponderate per i volumi di scambio su periodi temporali di 1 mese, 3 mesi e 6 mesi.

5.2.3 *Metodo dei Prezzi-Target*

Gli Amministratori di ASTM hanno inoltre analizzato il rapporto di cambio implicito nei prezzi target dei titoli ASTM e SIAS pubblicati da *broker* e dalle principali banche d'investimento. L'analisi è stata condotta con riferimento alle ricerche pubblicate in data successiva al 27 marzo 2019, data di pubblicazione dei risultati finanziari relativi all'anno 2018 sia per ASTM sia per SIAS.

6 **Difficoltà di valutazione riscontrate dagli Amministratori**

Si riassumono nel seguito le principali difficoltà di valutazione indicate dagli Amministratori, nelle rispettive Relazioni, riguardo alla determinazione del rapporto di cambio:

- l'attività svolta da SIAS, ASTM e dalle loro partecipate è in larga parte basata su contratti di concessione pluriennale e condizioni economiche oggetto di periodico aggiornamento sulla base di schemi tariffari predefiniti. A questo riguardo, e con particolare riferimento alle concessioni autostradali, gli Amministratori hanno assunto, per le loro valutazioni, la continuità del contesto di regolazione e degli schemi tariffari attualmente in vigore; le concessioni in discussione, tuttavia, si differenziano tra loro per durata e profilo di regolazione e questa circostanza non consente l'applicazione di metodi di valutazione comparativi come quello dei multipli di mercato;
- i dati previsionali utilizzati dagli Amministratori per le loro valutazioni si basano su assunzioni predisposte dalle direzioni aziendali; tali dati implicano per loro natura elementi di incertezza circa l'effettiva realizzabilità dei risultati attesi: cambiamenti nelle assunzioni sottostanti ai dati previsionali potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati delle stime proposte dagli Amministratori e utilizzate per la determinazione del rapporto di cambio;
- con riguardo all'applicazione del metodo della Somma delle Parti gli Amministratori hanno assunto che, nel periodo compreso tra il 31 dicembre 2018 e la data di riferimento del 13 giugno 2019, non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo patrimoniale e finanziario di ASTM e SIAS, ad eccezione di dividendi pagati da ASTM e SIAS e dei flussi finanziari connessi all'esecuzione dell'operazione relativa ad Autostrade Lombarde/BrebeMi e TEM/TE;
- con riguardo all'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa gli Amministratori segnalano che (i) la liquidità dei titoli delle Società sul mercato può essere limitata e pertanto i prezzi potrebbero non rappresentare correttamente il valore intrinseco delle Società; (ii) la volatilità dei mercati indotta da elementi esogeni può influire temporaneamente sui prezzi di Borsa, limitandone quindi la rappresentatività nel riflettere valori intrinseci. A questo riguardo, infatti, gli Amministratori di ASTM e di SIAS hanno ritenuto di non utilizzare, per le loro valutazioni, le quotazioni dei 9 e 12 mesi antecedenti alla data di annuncio dell'operazione in quanto interessate da un evento straordinario (il crollo del Ponte Morandi di Genova) che ha influito fortemente sulla volatilità e sull'andamento dei corsi dei titoli delle Società;

- con riguardo al metodo dei Prezzi Target gli Amministratori di SIAS hanno ritenuto di non utilizzarlo come riferimento di valore autonomo in ragione della limitata copertura del titolo ASTM da parte degli analisti.

7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di ASTM e di SIAS

7.1 Valutazione degli Amministratori di ASTM

Sulla base dei metodi di valutazione in precedenza descritti, gli Amministratori di ASTM hanno stimato, con il supporto dei loro *advisor*, gli intervalli proponibili per la determinazione del rapporto di cambio. Il rapporto di cambio è definito in termini di numero di azioni ordinarie ASTM di nuova emissione per ogni azione ordinaria SIAS. Gli intervalli stimati dagli Amministratori di ASTM sono presentati nella tabella che segue.

Rapporti di concambio individuati dagli Advisor di ASTM S.p.A.		
	Min	Max
Metodo della Somma delle Parti	0,45	0,59
Metodo delle Quotazioni di Borsa	0,64	0,66
Metodo dei Target Price	0,54	0,72

Alla luce di quanto sopra gli Amministratori di ASTM hanno determinato un intervallo di rapporti di cambio compreso tra 0,50 e 0,57 azioni ASTM per ciascuna azione SIAS e hanno conferito mandato all'Amministratore Delegato di negoziare con l'Amministratore Delegato di SIAS la misura puntuale del rapporto di cambio all'interno di tale intervallo.

7.2 Valutazione degli Amministratori di SIAS

Sulla base dei metodi di valutazione in precedenza descritti gli Amministratori di SIAS hanno stimato, con il supporto dei loro *advisor*, gli intervalli proponibili per la determinazione del rapporto di cambio. Il rapporto di cambio è definito in termini di numero di azioni ordinarie ASTM di nuova emissione per ogni azione ordinaria SIAS. Gli intervalli stimati dagli Amministratori di SIAS sono presentati nella tabella che segue.

Rapporti di concambio individuati dagli Advisor di SIAS S.p.A.		
	Min	Max
Metodo della Somma delle Parti	0,46	0,52
Media	0,49	
Metodo delle Quotazioni di Borsa	0,64	0,66
Media	0,65	

Alla luce degli intervalli sopra riportati gli Amministratori di SIAS hanno proceduto al calcolo di rapporti medi, identificando in particolare:

- un intervallo di rapporti di cambio compreso tra 0,49 (media tra valore minimo e valore massimo individuati con l'applicazione del metodo Somma delle Parti) e 0,65 (media tra valore minimo e valore massimo individuati con l'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa);

- un intervallo di rapporti di cambio, più ristretto, compreso tra 0,54 e 0,59. Tale intervallo è stato ottenuto applicando una diversa ponderazione ai rispettivi valori di minimo e di massimo dell'intervallo ampio sopra individuato. In particolare:
 - intervallo minimo: $0,49 \times 67\% + 0,65 \times 33\% = 0,54$;
 - intervallo massimo: $0,49 \times 33\% + 0,65 \times 67\% = 0,59$.

Tenendo conto di tutti gli elementi di cui sopra gli Amministratori di SIAS hanno finalmente determinato un intervallo di rapporti di cambio compreso tra 0,54 e 0,59 azioni ASTM per ciascuna azione SIAS e hanno conferito mandato all'Amministratore Delegato di negoziare con l'Amministratore Delegato di ASTM la misura puntuale del rapporto di cambio all'interno di tale intervallo.

7.3 Determinazione del rapporto di cambio

A seguito della negoziazione intercorsa tra gli Amministratori Delegati di ASTM e di SIAS, gli Amministratori delle Società, tenuto conto degli intervalli di valutazione sopra descritti nonché dei pareri di congruità rilasciati dai rispettivi *advisor* e previo parere favorevole dei comitati competenti in materia di operazioni con parti correlate, hanno determinato il rapporto di cambio delle azioni per l'operazione di fusione per incorporazione di SIAS in ASTM.

Il rapporto di cambio proposto dagli Amministratori è pari a n. 0,55 azioni ordinarie di ASTM, prive di indicazione del valore nominale, per ogni azione ordinaria di SIAS del valore nominale di €0,50 ciascuna, senza conguagli in denaro ("il Rapporto di Cambio").

8 Lavoro svolto

Ai fini della predisposizione del presente parere abbiamo:

- esaminato i documenti e le informazioni elencate al precedente paragrafo 4;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dai Consigli di Amministrazione di ASTM e di SIAS riguardanti i metodi valutativi adottati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dai Consigli di Amministrazione di ASTM e di SIAS ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori delle azioni delle due Società interessate dalla fusione e il Rapporto di Cambio;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle relazioni predisposte dagli *advisor*;
- discusso con la direzione di ASTM e di SIAS circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali di fusione (nel caso di specie, i bilanci al 31 dicembre 2018) che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori delle azioni di ASTM e di SIAS;
- discusso con i rappresentanti della società incaricata della revisione del bilancio di ASTM e di SIAS, al fine di accertare che, nell'ambito del loro lavoro, questi non abbiano identificato aspetti di rilievo che possano influire sull'applicazione delle metodologie valutative utilizzate dagli Amministratori;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;

- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- svolto analisi di sensibilità del Rapporto di Cambio al variare delle principali ipotesi e parametri utilizzati dagli Amministratori.

Abbiamo infine ottenuto dai rappresentanti legali di ASTM e di SIAS un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a loro conoscenza, tra la data del 13 giugno 2019 e la data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori delle azioni delle Società riguardate dalla fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori tra loro comparabili.

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

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e, pertanto, non sono utilizzabili per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori delle Società, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- i metodi di valutazione adottati sono comunemente accettati ed utilizzati dalla dottrina e dalla prassi professionale e di mercato nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto; i metodi appaiono adeguati, nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione di fusione;
- la scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del Rapporto di Cambio, una pluralità di metodologie risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria. Le Relazioni predisposte dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame descrivono ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione; inoltre la scelta degli Amministratori di applicare una pluralità di metodi ha consentito agli Amministratori di pervenire ad un giudizio di valutazione integrato che incorpora, nelle stime proposte, sia le indicazioni derivanti da rilevazioni del valore di mercato dei titoli sia quelle derivabili da analisi puntuali degli attivi in portafoglio alle Società;

- i metodi di valutazione utilizzati per la valutazione delle Società coinvolte nell'operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;
- i metodi di valutazione sono stati applicati con riferimento alle due Società considerate in ipotesi di autonomia, ossia prescindendo da effetti potenzialmente derivabili dall'operazione di fusione (es.: le sinergie di costo conseguenti all'integrazione tra le strutture operative);
- il riferimento al Metodo delle Quotazioni di Borsa appare ragionevole nella fattispecie; inoltre la scelta degli Amministratori di considerare un periodo di rilevazione dei corsi di borsa di massimi sei mesi antecedenti la data di annuncio dell'operazione è da ritenersi appropriata rispetto alla finalità di escludere dalla rilevazione periodi nei quali i valori di mercato dei titoli del settore risultano influenzati da eventi di natura straordinaria.

10 Limiti specifici e altri aspetti di rilievo connessi all'espletamento del presente incarico

Relativamente ai limiti specifici e altri aspetti incontrati nello svolgimento del presente incarico, oltre a quanto riscontrato dagli Amministratori nel precedente paragrafo 6, si segnala che, come evidenziato dalle Relazioni degli Amministratori, il Rapporto di Cambio puntuale proposto per l'operazione è stato determinato tramite negoziazione diretta tra gli Amministratori Delegati delle Società all'interno degli intervalli di riferimento preventivamente identificati dai rispettivi Consigli di Amministrazione.

La presente relazione si riferisce pertanto ai criteri utilizzati dai Consigli per l'identificazione preventiva degli intervalli di riferimento, tenendosi da parte nostra conto degli elementi di convergenza generale di tali intervalli e restando tuttavia l'esito puntuale della trattativa nella responsabilità degli Amministratori Delegati delle due Società sulla base delle deleghe a loro attribuite dai Consigli.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro *advisor*, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio indicato nel progetto di fusione, che risulta pari a n. 0,55 (zerovirgolacinquantacinque) azioni ordinarie di ASTM, prive di indicazione del valore nominale, per ogni n. 1 (una) azione ordinaria di SIAS con un valore nominale di €0,50 ciascuna.

Genova, 13 settembre 2019

KPMG S.p.A.



Michele Petino
Socio