



IMPREGILO S.P.A.

DOCUMENTO INFORMATIVO
RELATIVO A
OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA
CON PARTI CORRELATE

redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010,
come successivamente modificato e integrato, e relativo all'operazione di

FUSIONE PER INCORPORAZIONE
DI
SALINI S.P.A.
IN
IMPREGILO S.P.A.

Il presente Documento informativo è a disposizione del pubblico presso la sede legale di Impregilo S.p.A. (Via dei Missaglia n. 97, Milano) e sul sito internet di Impregilo S.p.A. www.impregilo.it

Data di pubblicazione - 1 luglio 2013

INDICE

PREMESSA	5
1 AVVERTENZE.....	6
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	6
2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	7
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.....	7
2.1.1 Il contesto in cui si inserisce la Fusione: il progetto "Campione Nazionale®" e le fasi principali del processo di integrazione tra Impregilo e Salini	7
2.1.2 Inquadramento giuridico della Fusione	8
2.1.2.1 Natura "inversa" della Fusione	8
2.1.2.2 Natura di operazione di leveraged-buy-out	8
2.1.2.3 Natura di operazione significativa ex art. 70 del Regolamento Emittenti	9
2.1.3 Modalità e termini della Fusione	9
2.1.3.1 Rapporto di Cambio.....	9
2.1.3.2 Riduzione del capitale sociale di Impregilo	10
2.1.3.3 Modalità di assegnazione delle azioni di Impregilo.....	10
2.1.3.4 Data di godimento delle azioni ordinarie Impregilo assegnate in concambio	11
2.1.3.5 Modifiche dello statuto sociale di Impregilo in conseguenza della Fusione	11
2.1.3.6 L'Operazione nel suo complesso non incide sui diritti degli azionisti di risparmio	12
2.1.3.7 Insussistenza dei presupposti per il diritto di recesso	12
2.1.3.8 Condizioni cui è subordinato il perfezionamento della Fusione.....	12
2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione.....	13
2.3 Motivazioni economiche e finalità dell'Operazione nonché convenienza della stessa per Impregilo ed il Gruppo ad essa facente capo	13
2.4 Modalità di determinazione del Rapporto di Cambio.....	15
2.4.1 Consulenti coinvolti nell'Operazione, criteri di designazione e relazioni in essere con il Gruppo Impregilo...	15
2.4.2 Criteri di valutazione utilizzati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio	16
2.4.3 Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del rapporto di cambio delle azioni	18
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	18
2.6 Impatto dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Impregilo e/o di società da questa controllate.....	21
2.7 Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti	21
2.8 Descrizione delle attività svolte dal Comitato OPC in relazione all'Operazione	21
ALLEGATI	23

DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco delle principali definizioni e dei termini utilizzati all'interno del presente Documento Informativo. Tali definizioni e termini, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. I termini definiti al singolare s'intendono anche al plurale, e viceversa, ove il contesto lo richieda.

Amministratori Incaricati	I Consiglieri Indipendenti Dott. Pietro Guindani e l'Ing. Laura Cioli delegati a svolgere le necessarie interlocuzioni in ordine al Rapporto di Cambio, secondo quanto meglio nel paragrafo 2.8.
Borsa Italiana	Borsa Italiana S.p.A., con sede in Milano, Piazza degli Affari n. 6.
Codice di Autodisciplina	Il Codice di Autodisciplina delle società quotate promosso da Borsa Italiana.
Comitato OPC	Il Comitato per Operazioni con le Parti Correlate di Impregilo, nominato dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo in data 18 luglio 2012 e composto da Alberto Giovannini - Presidente, Marina Brogi, Giuseppina Capaldo (amministratore indipendente di minoranza) e Geert Linnebank.
Consob	La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.
Data del Documento Informativo	La data di pubblicazione del Documento Informativo.
Documento Informativo	Il presente Documento Informativo.
Esperto Comune	Baker Tilly Revisa S.p.A., con sede in Bologna, via Guido Reni n. 2/2, in qualità di esperto ai sensi dell'art. 2501- <i>sexies</i> cod. civ., designato dal Tribunale di Milano con provvedimento del 14 giugno 2013, depositato in data 25 giugno 2013.
Fusione ovvero Operazione	L'operazione di fusione inversa, mediante incorporazione di Salini in Impregilo, le cui caratteristiche principali sono descritte nel paragrafo 2.1.2.
Gruppo Impregilo	Il gruppo facente capo a Impregilo.
Gruppo Post Fusione	Il gruppo che farà capo alla società risultante dalla Fusione.
Impregilo ovvero Società Incorporante	Impregilo S.p.A., con sede legale in Milano, via dei Missaglia n. 97.
MTA	Il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana.
OPA	L'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria, ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF, promossa da Salini in data 6 febbraio 2013, avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Impregilo e non detenute da Salini a tale data (pari a n. 282.381.888 azioni ordinarie prive di valore nominale, corrispondenti a circa il 70,16% del capitale sociale ordinario sottoscritto e versato di Impregilo).
Opinione	La perizia valutativa a supporto della determinazione del Rapporto di Cambio rilasciata da Partners S.p.A., nella sua qualità di <i>advisor</i> finanziario

nominato da Impregilo, in data 24 giugno 2013.

Piano

Il Piano economico e finanziario redatto dagli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione, *ex art. 2501-bis*, comma 3, cod. civ., che si compone degli stati patrimoniali, dei conti economici e dei rendiconti finanziari prospettici relativi al periodo 2013-2016.

Procedura OPC

La procedura in materia di operazioni con parti correlate, approvata in data 30 novembre 2010 dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo *ex artt. 2391-bis* cod. civ. e 4, commi 1 e 3, del Regolamento OPC, come da ultimo modificata in data 13 maggio 2013.

Progetto di Fusione

Il progetto di fusione *ex artt. 2501-bis*, comma 2, e 2501-*ter* cod. civ., accluso al Documento Informativo quale Allegato A.

Rapporto di Cambio

Il rapporto di cambio in base al quale si procederà all'assegnazione delle azioni ordinarie della Società Incorporante. Il rapporto di cambio tra le azioni ordinarie Impregilo e le azioni ordinarie Salini, come determinato nel Progetto di Fusione.

Regolamento OPC

Il regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato con delibera CONSOB n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato.

Regolamento Emittenti

Il regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.

**Salini ovvero Società
Incorporanda**

Salini S.p.A., con sede legale in Roma, via della Dataria n. 22.

Salini Costruttori

Salini Costruttori S.p.A., con sede in Milano, via del Lauro n. 3.

**Società Partecipanti alla
Fusione**

Congiuntamente, Impregilo e Salini.

TUF

Il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato.



PREMESSA

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Impregilo, ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, al fine di fornire al pubblico le informazioni richieste dallo Schema di cui all'Allegato 4 del Regolamento OPC medesimo, al fine di illustrare il progetto d'integrazione tra Impregilo e Salini mediante la fusione per incorporazione di Salini in Impregilo (la "Fusione" o l'"Operazione") che si prevede di sottoporre all'approvazione delle Assemblee straordinarie delle Società Partecipanti alla Fusione entro la fine del prossimo mese di settembre 2013.

La Fusione si inserisce nel quadro di un più ampio disegno industriale e strategico, promosso dal Gruppo Salini Costruttori nel 2011, volto alla creazione di un "Campione Nazionale®" nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse, nell'ambito del quale, tra l'altro, si è svolta l'OPA promossa da Salini su Impregilo conclusasi nel mese di maggio (cfr. il paragrafo 2.3 nonché il documento di offerta relativo all'OPA promossa da Salini su Impregilo, nonché i comunicati stampa del 12 aprile 2013 e del 30 aprile 2013 sui risultati del periodo di adesione e del periodo di riapertura dei termini a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione "Investor Relations - Documentazione OPA Salini S.p.A.") all'esito della quale tra Salini e Impregilo si è instaurato un rapporto di controllo di diritto.

In conseguenza del rapporto di controllo di diritto che si è instaurato tra la Società Incorporanda e la Società Incorporante all'esito dell'OPA e della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Pertanto, il Comitato per Operazioni con Parti Correlate di Impregilo è stato coinvolto nella fase istruttoria e nell'approvazione della Fusione (cfr. il paragrafo 2.2).

In conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per realizzare l'OPA, in relazione alla Fusione trova applicazione l'art. 2501-bis cod. civ. (cfr. il paragrafo 2.1.2.2).

Infine, la Fusione si qualifica come "significativa" ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, tenuto conto dei criteri generali di valutazione di cui all'Allegato 3B del Regolamento Emittenti medesimo. Pertanto, Impregilo, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'Assemblea straordinaria dei soci di Impregilo convocata per deliberare sulla Fusione, metterà altresì a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinqüies*, 65-*sexies* e 65-*septies* del Regolamento Emittenti, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B del Regolamento Emittenti medesimo (cfr. il paragrafo 2.1.2.3).

L'ulteriore documentazione prevista dalla normativa applicabile in relazione alla Fusione sarà messa a disposizione degli azionisti di Impregilo nei modi e nei termini previsti ai sensi di legge e regolamento.

1 AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

Alla Data del Documento Informativo, Salini detiene n. 357.505.246 azioni ordinarie di Impregilo, rappresentative dell'88,83% circa del capitale sociale ordinario di Impregilo medesima. La Società Incorporanda esercita, pertanto, il controllo di diritto sulla Società Incorporante ai sensi dell'art. 93 del TUF.

Salini esercita, inoltre, su Impregilo attività direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ..

Il Consiglio di Amministrazione di Impregilo, nominato in data 17 luglio 2012, è formato dai seguenti componenti: Claudio Costamagna (Presidente), Pietro Salini (Amministratore Delegato), Marina Brogi, Giuseppina Capaldo, Mario Giuseppe Cattaneo, Roberto Cera, Laura Cioli, Massimo Ferrari, Alberto Giovannini, Pietro Guindani, Claudio Lautizi, Geert Linnebank, Laudomia Pucci, Giorgio Rossi Cairo, Simon Pietro Salini. Dei 15 componenti il Consiglio di Amministrazione di Impregilo sopra indicati, 14 (di cui 8 muniti dei requisiti di indipendenza di cui al TUF e al Codice di Autodisciplina) sono stati tratti dalla lista di candidati presentata all'assemblea di Impregilo del 12-17 luglio 2012 dall'azionista Salini.

Il Consiglio di Amministrazione di Salini, nominato in data 6 dicembre 2011 ⁽¹⁾, è formato dai seguenti componenti: Simonpietro Salini (Presidente); Pietro Salini (Amministratore Delegato); Roberto Cera; David Morganti; Francesco Perrini; Gianluca Piredda; Alessandro Salini; Simon Pietro Salini; Luisa Todini.

I seguenti componenti l'organo amministrativo di Impregilo rivestono contemporaneamente la carica di componente l'organo amministrativo o di dirigente di Salini, come precisato di seguito:

- Pietro Salini riveste contemporaneamente la carica di Amministratore Delegato e componente del Comitato Esecutivo di Impregilo e di Amministratore Delegato di Salini;
- Roberto Cera e Simon Pietro Salini rivestono contemporaneamente la carica di Consigliere di Amministrazione di Impregilo e di Consigliere di Amministrazione di Salini;
- Massimo Ferrari riveste contemporaneamente la carica di componente del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo di Impregilo e di Direttore Affari Generali e Progetti Strategici di Salini;
- Claudio Lautizi riveste contemporaneamente la carica di componente del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo di Impregilo e di Direttore Generale Estero di Salini.

Per quanto occorrer possa, si segnala, infine, che:

- Claudio Costamagna è socio e Presidente del Consiglio di Amministrazione della società CC&Soci S.r.l., la quale ha in essere un rapporto di consulenza con Salini avente a oggetto, tra l'altro, possibili operazioni di integrazione fra Salini medesima e Impregilo; e
- Roberto Cera riveste la carica di associato dello studio legale Bonelli Erede Pappalardo, il quale ha in essere un rapporto di consulenza sia con Salini, sia con Impregilo e ha svolto il ruolo di *transaction counsel* delle Società Partecipanti alla Fusione nel contesto dell'Operazione.

⁽¹⁾ Ad eccezione dei Consiglieri Alessandro Salini e Francesco Perrini, nominati dall'assemblea di Salini tenutasi in data 16 ottobre 2012.

2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

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

2.1.1 Il contesto in cui si inserisce la Fusione: il progetto "Campione Nazionale®" e le fasi principali del processo di integrazione tra Impregilo e Salini

La Fusione si inserisce nel contesto di un più ampio disegno industriale e strategico volto alla creazione di un "Campione Nazionale®" nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse, con azioni quotate sul MTA, in grado di competere con i principali concorrenti internazionali in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarità geografica e settoriale.

Più in particolare, la Fusione rappresenta il punto di approdo di un'operazione di mercato avviata nel 2011 da Salini Costruttori, attuale socio unico della Società Incorporanda, le cui fasi principali possono essere riassunte come segue:

Settembre 2011	Avvio e progressivo incremento dell'investimento in Impregilo da parte di Salini Costruttori, con superamento della soglia del 15% in data 20 dicembre 2011 (cfr. comunicati stampa del 4 ottobre 2011 e del 20 dicembre 2011, a disposizione sul sito <i>internet</i> http://campionenazionale.salini.it - sezione "Stampa - Comunicati").
Dicembre 2011	Conferimento, da parte di Salini Costruttori in favore della neocostituita Società Incorporanda, del ramo d'azienda operativo nel settore delle costruzioni infrastrutturali, comprensivo della partecipazione in Impregilo, avvenuto in data 21 dicembre 2011 con efficacia dal 1° gennaio 2012.
Febbraio - marzo 2012	Ulteriore acquisto di azioni ordinarie Impregilo da parte di Salini, fino al superamento della soglia del 25% (cfr., da ultimo, il comunicato stampa del 26 marzo 2012, a disposizione sul sito <i>internet</i> http://campionenazionale.salini.it - sezione "Stampa - Comunicati").
Aprile 2012	Richiesta, in data 19 aprile 2012, da parte di Salini della convocazione di un'assemblea dei soci di Impregilo ex art. 2367 cod. civ., con all'ordine del giorno: "1) revoca degli amministratori in carica; 2) nomina del consiglio di amministrazione, previa determinazione della durata in carica; 3) nomina del presidente del consiglio di amministrazione; 4) determinazione del compenso spettante al consiglio di amministrazione".
Giugno - Luglio 2012	Presentazione, da parte di Salini, di una lista di 15 candidati (la "Lista Salini"), di cui 9 muniti dei requisiti di indipendenza di cui al TUF e al Codice di Autodisciplina, nonché avvio di una sollecitazione di deleghe di voto ai sensi degli artt. 136 e seguenti del TUF sia da parte di Salini, sia da parte del socio IGLI S.p.A., titolare, alla data dell'assemblea in questione, di una partecipazione pari a circa il 29,96% del capitale sociale ordinario di Impregilo.
Luglio 2012	Durante l'assemblea dei soci di Impregilo convocata su richiesta di Salini ex art. 2367 cod. civ. e tenutasi in data 12-17 luglio 2012, revoca del Consiglio di Amministrazione in carica e la nomina di 15 nuovi Amministratori, dei quali - anche grazie all'esito positivo della sollecitazione di deleghe di voto di cui sopra - 14 (di cui 8 muniti dei requisiti di indipendenza di cui al TUF e al Codice di Autodisciplina) tratti dalla lista presentata da Salini, e il 15° (munito dei requisiti di indipendenza di cui al TUF e al Codice di Autodisciplina) tratto dalla lista presentata dal socio IGLI S.p.A..
Settembre 2012	Sottoscrizione, in data 27 settembre 2012, dell'accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Impregilo e Salini Costruttori, al fine di avviare una strategia di collaborazione volta a cogliere le opportunità di mercato e di

	incremento di valore per entrambi i gruppi, nonché a conseguire risparmi di costi per effetto di sinergie operative e industriali (cfr. il comunicato stampa del 25 settembre 2012, a disposizione sul sito <i>internet</i> www.impregilo.it - sezione “ <i>Media - Comunicati stampa</i> ” e il documento informativo del 4 ottobre 2012, a disposizione sul sito <i>internet</i> www.impregilo.it - sezione “ <i>Investor Relations - Strategia</i> ”).
<i>Febbraio - maggio 2013</i>	Lancio dell’OPA da parte di Salini (in data 6 febbraio 2013) e conseguimento, ad esito della stessa, di una partecipazione in Impregilo rappresentativa del 92,08% circa del capitale sociale ordinario di Impregilo medesima (cfr. il documento di offerta, nonché i comunicati stampa del 12 aprile e del 30 aprile 2013 sui risultati del periodo di adesione e del periodo di riapertura dei termini dell’OPA, a disposizione sul sito <i>internet</i> www.impregilo.it - sezione “<i>Investor Relations - Documentazione OPA Salini S.p.A.</i>”). Successiva riduzione della partecipazione detenuta in Impregilo al di sotto della soglia del 90% (cfr. il comunicato stampa pubblicato in data 17 maggio 2013, a disposizione sul sito <i>internet</i> http://campionenazionale.salini.it - sezione “<i>Stampa - Comunicati</i>”).
<i>Giugno 2013</i>	Approvazione, finalizzazione e messa a disposizione, rispettivamente, in data 24 giugno 2013 e 30 giugno 2013, del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini. Il Progetto di Fusione è stato trasmesso ai competenti Registri delle Imprese per la sua iscrizione in data 1° luglio 2013.

2.1.2 *Inquadramento giuridico della Fusione*

2.1.2.1 *Natura “inversa” della Fusione*

Alla luce delle principali motivazioni dell’operazione di integrazione, vale a dire la creazione di un “Campione Nazionale” nel settore delle infrastrutture complesse con azioni quotate sul MTA, l’operazione che si intende sottoporre all’esame e all’approvazione dell’assemblea straordinaria degli azionisti di Impregilo è la fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo.

La Fusione determinerà l’estinzione della Società Incorporanda.

In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell’Assemblea straordinaria di Impregilo, quest’ultima sarà altresì chiamata ad approvare la modifica della denominazione sociale in “Salini-Impregilo S.p.A.”.

2.1.2.2 *Natura di operazione di leveraged-buy-out*

In conseguenza del ricorso all’indebitamento finanziario contratto da Salini per la realizzazione dell’OPA, in relazione alla Fusione trova applicazione l’art. 2501-*bis* cod. civ.. Pertanto, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini:

- (a) *ex* artt. 2501-*bis*, comma 2, e 2501-*ter* cod. civ., hanno indicato nel Progetto di Fusione le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;
- (b) *ex* artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ., hanno richiesto al Tribunale di Milano la nomina di un Esperto Comune, il quale avrà, *inter alia*, il compito di attestare nella propria relazione la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione. Con provvedimento del 14 giugno 2013, depositato in data 25 giugno 2013, il Tribunale di Milano ha nominato Esperto Comune la società BAKER TILLI REVISA S.p.A.;

- (c) *ex art. 2501-bis*, comma 5, cod. civ., hanno richiesto a PriceWaterhouseCoopers S.p.A., società incaricata della revisione legale dei conti di Impregilo, di rilasciare la propria relazione da allegare al Progetto di Fusione. La suddetta relazione è stata rilasciata in data 28 giugno 2013 ed è allegata al Progetto di Fusione, accluso al Documento Informativo quale Allegato A;
- (d) *ex artt. 2501-bis*, comma 3, e *2501-quinquies* cod. civ., metteranno a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e di regolamento una relazione, indicando le ragioni che giustificano l'Operazione, includendovi un piano economico e finanziario indicante la fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

Per una descrizione dei principali termini e delle caratteristiche del contratto di finanziamento sottoscritto dalla Società Incorporanda per fare fronte all'esborso complessivo dell'OPA, si rinvia al documento di offerta, a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione "*Investor Relations - Documentazione OPA Salini S.p.A.*", nonché al Progetto di Fusione, accluso al Documento Informativo quale Allegato A.

La Fusione sarà effettuata sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati dalle rispettive assemblee, che verranno utilizzati come situazioni patrimoniali *ex art. 2501-quater* cod. civ..

2.1.2.3 Natura di operazione significativa ex art. 70 del Regolamento Emittenti

Visto l'art. 70 del Regolamento Emittenti e i criteri generali per valutare la significatività di operazioni di fusione di cui all'Allegato 3B del Regolamento Emittenti medesimo, la Fusione configura inoltre un'operazione "significativa" ai sensi e per gli effetti del citato art. 70 RE.

Pertanto, posto che Impregilo ha ritenuto di non avvalersi della facoltà, prevista dall'art. 70, comma 8, RE ⁽²⁾, di derogare (c.d. *opt out*) all'adempimento previsto dall'art. 70, comma 6, RE ⁽³⁾, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare sulla Fusione, Impregilo metterà altresì a disposizione del pubblico presso la sede sociale, con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, RE, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B del Regolamento Emittenti.

2.1.3 Modalità e termini della Fusione

2.1.3.1 Rapporto di Cambio

La Fusione verrà deliberata sulla base dei bilanci delle Società Partecipanti alla Fusione relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012.

Ai fini dell'analisi e definizione del rationale e della struttura dell'Operazione, nonché dell'individuazione dei valori da attribuire a Impregilo e Salini per la propria valutazione del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie di Salini e le azioni ordinarie di Impregilo (il "**Rapporto di Cambio**"), i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione si sono avvalsi di *advisor* finanziari e industriali di comprovata professionalità.

In particolare, in data 24 giugno 2013, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini, dopo avere esaminato e fatto proprie le valutazioni dei rispettivi *advisor*, nonché - quanto ad Impregilo - preso altresì atto del motivato parere favorevole del Comitato OPC (cfr. il successivo paragrafo 2.8), hanno approvato il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo ad esprimere il peso reciproco delle due Società Partecipanti alla Fusione, nella seguente misura:

⁽²⁾ L'art. 70, comma 8, RE stabilisce: "*Fermi restando gli obblighi informativi previsti dalla legge e salvo che il regolamento adottato dalla società di gestione del mercato disponga diversamente, gli emittenti possono derogare all'adempimento previsto dal comma 6, dandone comunicazione alla Consob, alla società di gestione del mercato e al pubblico all'atto della presentazione della domanda finalizzata all'ammissione alle negoziazioni delle proprie azioni, ovvero con le modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies. L'informazione relativa a tale scelta viene fornita dagli emittenti azioni anche all'interno delle relazioni finanziarie pubblicate ai sensi dell'articolo 154-ter del Testo unico*".

⁽³⁾ L'art. 70, comma 6, RE stabilisce: "*Gli emittenti azioni, in ipotesi di operazioni significative di fusione, scissione o di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, individuate secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3B, o su richiesta della Consob, in relazione alle caratteristiche dell'operazione salvo quanto previsto al comma 8, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, e con modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B*".

n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Per una breve descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate dal Consiglio di Amministrazione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, nonché dei criteri di selezione e applicazione delle suddette metodologie, si rinvia al successivo paragrafo 2.4.

Per maggiori dettagli si rinvia, in ogni caso, al contenuto dell'Opinione di Partners S.p.A., acclusa al presente Documento Informativo quale Allegato B, nonché alla relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo, ai sensi degli artt. 2501-*bis* e 2501-*quinquies* cod. civ., che sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e di regolamento.

Le azioni della Società Incorporante da attribuire in concambio saranno messe a disposizione del socio unico di Salini secondo le modalità di assegnazione e le procedure previste per l'assegnazione di azioni in regime di dematerializzazione descritte nel paragrafo 2.1.3.3.

Come ricordato in precedenza, in conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per realizzare l'Offerta Pubblica di Acquisto in relazione alla Fusione trova applicazione l'art. 2501-*bis* cod. civ.. Pertanto, *ex art.* 2501-*bis*, co. 4, cod. civ., la relazione dell'esperto nominato da Tribunale *ex art.* 2501-*sexies* cod. civ. (la "**Relazione**") oltre alla congruità del Rapporto di Cambio, dovrà attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. In data 29 maggio 2013, le Società Partecipanti alla Fusione *ex art.* 2501-*sexies* cod. civ. hanno depositato presso il Tribunale di Milano istanza congiunta per la nomina di un Esperto Comune con il compito di rilasciare la Relazione. Con provvedimento del 14 giugno 2013 depositato in data 25 giugno 2013 il Tribunale di Milano ha nominato Esperto Comune la società BAKER TILLY REVISA S.p.A., con sede in Bologna, via Guido Reni n. 2/2. La Relazione sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e regolamento.

2.1.3.2 Riduzione del capitale sociale di Impregilo

In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Impregilo, quest'ultima sarà chiamata ad approvare - con effetto dalla data di efficacia della Fusione ovvero successivamente, qualora la riduzione dovesse essere attuata dopo tale data - la riduzione del capitale sociale della Società Incorporante da Euro 718.364.456,72 (*settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattromilaquattrocentocinquantasei virgola settantadue*) a Euro 500.000.000,00 (*cinquecentomilioni*), vale a dire per un importo pari a Euro 218.364.456,72, da destinare per Euro 100.000.000,00 a "*Riserva legale*" e per Euro 118.364.456,72 alla costituzione di una specifica riserva di patrimonio netto, che si proporrà di denominare "*Altre riserve*".

L'operazione di riduzione del capitale sociale si rende opportuna al fine di una migliore configurazione della struttura del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione, anche per ottimizzarne l'efficienza sotto il profilo della possibile operatività, ferma restando l'entità complessiva del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione medesima.

Tenuto conto del fatto che le azioni Impregilo sono prive del valore nominale, la riduzione del capitale non comporterà alcun annullamento di azioni ordinarie e/o di risparmio in circolazione.

L'operazione di riduzione del capitale di Impregilo non dovrà essere sottoposta all'approvazione dell'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Impregilo in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Società Incorporante a tale categoria di azioni non sono parametrati alla quota di valore nominale del capitale sociale implicitamente rappresentata dalle stesse, come meglio illustrato nel paragrafo 2.1.3.6 e nella relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, cod. civ. che sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e regolamento.

2.1.3.3 Modalità di assegnazione delle azioni di Impregilo

In conseguenza del perfezionamento della Fusione, tutte le azioni ordinarie Salini verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie Impregilo secondo il suddetto Rapporto di Cambio.

Come indicato nel precedente paragrafo 2.1.3.1, il Rapporto di Cambio è determinato in n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini.

In base al Rapporto di Cambio di cui sopra, le azioni ordinarie Impregilo da corrispondere complessivamente al socio unico di Salini, Salini Costruttori, sono pari a n. 402.480.000, rappresentative dell'89,95% circa del capitale sociale ordinario della Società Incorporante.

Il concambio azionario fra azioni Salini e azioni Impregilo sarà attuato, sulla base di detto Rapporto di Cambio, senza aumento del capitale della Società Incorporante, mediante assegnazione all'unico socio della Società Incorporanda, Salini Costruttori:

- (i) delle n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo, prive del valore nominale, attualmente in circolazione e detenute da Salini, nonché
- (ii) di ulteriori n. 44.974.754 azioni ordinarie Impregilo di nuova emissione, prive del valore nominale, senza, si ripete, aumento del capitale della Società Incorporante.

I soci titolari di azioni ordinarie di Impregilo diversi dalla Società Incorporanda e i soci titolari di azioni di risparmio di Impregilo manterranno le azioni attualmente possedute.

Non sono previsti, come già precisato, conguagli in denaro.

Per effetto dalla riduzione del capitale illustrata nel precedente paragrafo 2.1.3.2 e delle operazioni di assegnazione descritte sopra, pertanto, il capitale sociale di Impregilo sarà pari a Euro 500.000.000,00 (*cinquecento milioni*), suddiviso in n. 449.048.182 (*quattrocentoquarantanovemilioni-quarantottomilacentottantadue*) azioni, prive del valore nominale, delle quali n. 447.432.691 (*quattrocentoquarantasettamilioniquattrocentotrentaduemilaseicentonovantuno*) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (*unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno*) azioni di risparmio.

Le azioni ordinarie della Società Incorporante emesse e assegnate in concambio a Salini Costruttori saranno quotate al pari delle azioni ordinarie già in circolazione, nonché soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A., in regime di dematerializzazione, ai sensi di legge.

Impregilo provvederà a mettere a disposizione un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni ordinarie Impregilo spettanti in applicazione del Rapporto di Cambio, senza aggravio di spese, bolli o commissioni. In alternativa, potranno essere attivate modalità diverse per assicurare la complessiva quadratura dell'Operazione.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

Le azioni ordinarie della Società Incorporante assegnate per servire il concambio saranno messe a disposizione a partire dalla data di efficacia della Fusione, ove si tratti di giorno di Borsa aperta, o dal primo giorno di Borsa aperta successivo. Tale data sarà resa nota nelle forme di legge. Contestualmente e con le stesse modalità, saranno, altresì, fornite eventuali ulteriori informazioni sulle modalità di attribuzione delle azioni.

2.1.3.4 Data di godimento delle azioni ordinarie Impregilo assegnate in concambio

Tutte le azioni ordinarie della Società Incorporante che verranno assegnate o emesse in sede di concambio avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Impregilo in circolazione alla data di efficacia della Fusione e attribuiranno ai loro titolari gli stessi diritti spettanti alle azioni ordinarie oggi in circolazione.

2.1.3.5 Modifiche dello statuto sociale di Impregilo in conseguenza della Fusione

In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea straordinaria di Impregilo, quest'ultima sarà chiamata ad approvare le seguenti modifiche dello statuto sociale vigente della Società Incorporante:

- (i) la modifica della denominazione sociale prevista nell'art. 1 (*Denominazione*) da "Impregilo S.p.A." in "Salini-Impregilo S.p.A." (cfr. il paragrafo 2.1.2.1);
- (ii) l'aumento del numero di azioni ordinarie Impregilo previsto dall'art. 6 (*Capitale sociale*) per n. 44.974.754 (*quarantaquattromilioninovecentosettantaquattromilasettecentocinquantaquattro*) azioni ordinarie Impregilo di nuova emissione e, quindi, da 402.457.937 (*quattrocentoduemilioniquattrocentocinquantesette*) azioni ordinarie a n. 447.432.691 (*quattrocentoquarantasettamilioniquattrocentotrentaduemilaseicentonovantuno*) azioni ordinarie, per effetto della modalità esecutiva utilizzata per realizzare il concambio (cfr. il paragrafo 2.1.3.3);
- (iii) la riduzione del capitale sociale previsto dall'art. 6 (*Capitale sociale*) da Euro 718.364.456,72 (*settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattromilaquattrocentocinquantesei virgola settantadue*) a Euro 500.000.000,00 (*cinquecentomilioni*), vale a dire per un importo pari a Euro 218.364.456,72, da destinare per Euro 100.000.000,00 a "Riserva legale" e per Euro 118.364.456,72 alla costituzione di una specifica riserva di patrimonio netto, che si proporrà di denominare "Altre riserve" (cfr. il paragrafo 2.1.3.2).

Il testo del nuovo statuto di Impregilo, che avrà efficacia alla data di efficacia della Fusione. Qualora la riduzione del capitale sociale della Società Incorporante dovesse essere attuata successivamente alla data di efficacia della Fusione, la relativa modifica statutaria interverrà alla data di efficacia di tale riduzione.

Lo statuto sociale della Società Incorporante a esito della Fusione è allegato al Progetto di Fusione, accluso al Documento Informativo quale Allegato A.

2.1.3.6 L'Operazione nel suo complesso non incide sui diritti degli azionisti di risparmio

Le operazioni di Fusione e di riduzione del capitale proposte non dovranno essere sottoposte all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Impregilo, in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Società Incorporante a tale categoria di azioni non subiscono alcun pregiudizio. Infatti, il privilegio di cui all'art. 33, lettera b)⁽⁴⁾ rimane del tutto immutato, essendo esso espresso in termini di valori assoluti e dipendendo soltanto dal numero delle azioni di risparmio possedute, numero che, come indicato, rimane invariato. Nessun pregiudizio si pone, del pari, con riferimento al privilegio di cui all'art. 33, lettera c) dello Statuto, dal momento che la diluizione in termini percentuali delle azioni di risparmio di Impregilo rispetto alla totalità delle azioni che comporranno il capitale sociale ad esito della Fusione dipende dalla mera applicazione del Rapporto di Cambio, e riflette dunque la fisiologica conseguenza della Fusione medesima sulla posizione di tutti i soci, sia ordinari, sia di risparmio.

2.1.3.7 Insussistenza dei presupposti per il diritto di recesso

Tenuto conto, *inter alia*, della circostanza che l'operazione di Fusione non comporta l'esclusione dalla quotazione delle azioni Impregilo e che, come meglio descritto nel precedente paragrafo 2.1.3.6, l'operazione di riduzione del capitale e la modalità esecutiva adottata per realizzare il concambio non determinano alcuna lesione dei diritti di categoria spettanti agli azionisti di risparmio, non ricorre alcuna ipotesi di diritto di recesso ai sensi delle disposizioni di legge e regolamentari applicabili.

2.1.3.8 Condizioni cui è subordinato il perfezionamento della Fusione

⁽⁴⁾ L'art. 33 dello Statuto di Impregilo prevede che: "Gli utili netti risultanti dal bilancio annuale saranno ripartiti come segue: (a) 5% alla riserva legale fino al limite stabilito dalla legge; (b) alle azioni di risparmio fino a concorrenza del 5% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,26 per azione). Qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,26 per azione), la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi; (c) il residuo sarà destinato a tutti gli azionisti in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 2% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,104 per azione), salvo che l'assemblea deliberi speciali prelievi a favore di riserve straordinarie o per altre destinazioni. Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari (come anche nel caso di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti di risparmio rispetto alla situazione in cui le azioni avessero valore nominale), gli importi fissi per azione menzionati alle precedenti lettere b) e c), con riferimento alle azioni di risparmio, saranno modificati in modo conseguente".

Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle assemblee straordinarie, rispettivamente, di Impregilo e Salini, al verificarsi delle seguenti condizioni:

- (a) la mancata formulazione di un parere contrario dell'Esperto Comune circa la congruità del Rapporto di Cambio;
- (b) l'ottenimento dell'attestazione dell'Esperto Comune, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*bis*, comma 4, cod. civ., circa la ragionevolezza delle indicazioni contenute del Progetto di Bilancio sulle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;
- (c) il mancato verificarsi - ovvero in caso di mancato avveramento della presente condizione, la mancata rinuncia alla stessa da parte delle Società Partecipanti alla Fusione - entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di situazioni o circostanze straordinarie di qualsiasi natura non ragionevolmente prevedibili alla data del Progetto di Fusione che, alla luce delle situazioni contabili prese in considerazione per la determinazione del Rapporto di Cambio, incidano o siano suscettibili di incidere negativamente in misura sostanziale su una o entrambe le Società Partecipanti alla Fusione e/o sui gruppi ad esse facenti capo e sulle rispettive situazioni patrimoniali, economiche o finanziarie, o sul rispettivo andamento economico o finanziario, o sulle rispettive prospettive future, e sempreché gli effetti previsti non siano determinati da una variazione anche rilevante e sostanziale dei corsi di borsa delle azioni Impregilo.

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

L'Operazione, come precisato, consiste in una fusione mediante incorporazione di Salini in Impregilo.

Il rapporto di correlazione tra la Società Incorporante e la Società Incorporanda deriva dall'esistenza di una relazione partecipativa tra le due società. Più precisamente, Salini è da considerarsi "parte correlata" di Impregilo ai sensi della lettera a) della definizione di "*Parti correlate*" di cui all'Allegato 1 del Regolamento OPC. Alla Data del Documento Informativo, infatti, Salini detiene direttamente n. 357.505.246 azioni ordinarie di Impregilo, rappresentative dell'88,83% circa del capitale sociale ordinario sottoscritto e versato della Società Incorporante, controllando quest'ultima di diritto ai sensi dell'art. 93 del TUF. Impregilo è, altresì, soggetta a direzione e coordinamento da parte di Salini, ai sensi dell'art. 2497-*bis* cod. civ..

Sempre ai sensi della lettera a) della richiamata definizione di "*Parti correlate*" di cui all'Allegato 1 del Regolamento OPC, anche Salini Costruttori, che risulterà assegnataria di azioni ordinarie Impregilo sulla base del Rapporto di Cambio, nei termini e con le modalità di cui al precedente paragrafo 2.1.3.3, è da ritenersi parte correlata di Impregilo. Salini Costruttori, infatti, nella sua qualità di socio unico della Società Incorporanda, in relazione alla quale esercita altresì attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497-*bis* cod. civ., esercita indirettamente il controllo sulla Società Incorporante.

Quanto alla composizione dei Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini e alle cariche rivestite da taluni componenti il Consiglio di Amministrazione di Impregilo nella Società Incorporanda, si rimanda a quanto già indicato nel precedente paragrafo 1.1.

Gli interessi di Salini e di Salini Costruttori nel contesto dell'Operazione coincidono con gli interessi di Impregilo e sono, segnatamente, riconducibili al richiamato processo di integrazione strategica tra il gruppo cui appartiene Salini e il Gruppo Impregilo, avviato nel 2011 e volto alla creazione di un "Campione Nazionale®" nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse, con azioni quotate sul MTA, in grado di competere con i principali concorrenti internazionali in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarità geografica e settoriale. Le linee guida di tale processo e, più in generale, le motivazioni economiche e le finalità dell'Operazione, nonché le ragioni di convenienza dell'Operazione stessa per Impregilo e il Gruppo Impregilo, sono descritte in dettaglio, rispettivamente, nei paragrafi 2.1.1 e 2.3.

2.3 Motivazioni economiche e finalità dell'Operazione nonché convenienza della stessa per Impregilo ed il Gruppo ad essa facente capo

La Fusione si inserisce nel quadro di un più ampio disegno industriale e strategico, promosso dal Gruppo Salini Costruttori nel 2011, volto alla creazione di un “*Campione Nazionale®*” nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse, dando vita ad un grande gruppo italiano, con azioni quotate sul MTA, in grado di posizionarsi tra i primi operatori mondiali nel settore del grande genio civile e di maggiormente competere con i principali concorrenti in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarietà geografica e settoriale (cfr. il documento di offerta relativo all’OPA promossa da Salini su Impregilo, a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione “*Investor Relations - Documentazione OPA Salini S.p.A.*”).

La Fusione costituisce in particolare il presupposto per la piena realizzazione dei benefici dell’integrazione, in parte già conseguiti attraverso l’Accordo Strategico di collaborazione commerciale e organizzativa stipulato tra Impregilo e Salini Costruttori S.p.A., socio unico di Salini, in data 27 settembre 2012 (cfr. il comunicato stampa del 25 settembre 2012, a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione “*media/comunicati stampa*” e il documento informativo del 4 ottobre 2012, a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione “*Investor Relations - Strategia*”).

L’integrazione mira al rafforzamento del posizionamento competitivo attraverso il consolidamento dei fattori critici di successo che caratterizzano i segmenti di business presidiati dal Gruppo Impregilo e dal Gruppo Salini, attraverso il conseguimento dei seguenti principali obiettivi gestionali:

- accrescimento della scala dimensionale con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie e miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali;
- condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti adottati;
- ottimizzazione e valorizzazione delle risorse interne e capacità di attirare nuovi talenti.

Sia Salini, sia Impregilo vantano competenze specialistiche nella realizzazione di opere infrastrutturali complesse e hanno sviluppato nel corso degli ultimi decenni le rispettive reti commerciali in oltre 50 paesi, con poche sovrapposizioni, allo scopo di presidiare i singoli mercati sia in termini di sviluppo industriale, sia di relazione con i clienti in un’ottica di *customer satisfaction*, allo scopo di consolidare il proprio vantaggio competitivo nei rispettivi mercati di riferimento. L’aspetto dimensionale è un fattore critico di successo nel segmento delle grandi opere, essendo una condizione necessaria per gestire la complessità della realizzazione dei grandi progetti nonché per una gestione più efficiente dei rischi connessi ⁽⁵⁾.

Il punto di forza del Gruppo Post Fusione sarà quindi la capacità integrata di acquistare ed eseguire progetti di grandi dimensioni.

Nel periodo 2013-2016, si stima che la raccolta ordini media annua sarà pari a 7,5 miliardi di Euro, con un *Book-to-Bill* (inteso come rapporto tra nuovi ordini e ricavi) costantemente superiore all’unità. In particolare, il portafoglio ordini dovrebbe crescere del 30%, per arrivare a circa 26 miliardi di Euro a fine 2016. Oltre ai benefici rivenienti dal rafforzamento strategico e competitivo, le maggiori dimensioni consentiranno di realizzare efficienze negli approvvigionamenti di beni e servizi per i cantieri (a titolo esemplificativo, materiali, subappalti, assicurazioni), di beni e servizi a supporto delle strutture centrali di sede (a titolo esemplificativo, consulenze tecniche, utenze, viaggi), e di macchinari e impianti (a titolo esemplificativo, macchine *general purpose*, TBM, impianti di frantumazione).

La maggior parte delle sinergie sopra descritte è realizzabile solo attraverso una fusione, poiché è richiesta la piena condivisione delle strategie di approvvigionamento e l’impiego di tutte le leve di efficienza necessarie, senza le limitazioni imposte dalla complessità connessa alla gestione di contratti di servizio articolati o sistemi di *transfer price*. Le maggiori dimensioni aziendali e il significativo miglioramento atteso del profilo di crescita industriale del Gruppo Post Fusione consentiranno di avere un accesso più facile ai mercati internazionali dei

⁽⁵⁾ A conferma dei forti vantaggi derivanti dalle maggiori dimensioni, va osservato come il settore delle costruzioni sia ormai da anni in fase di concentrazione: nel 2004, i primi 225 costruttori mondiali detenevano il 25% del mercato globale delle costruzioni; nel 2011, tale percentuale è salita al 32% (Fonte: ENR, Global Insight).

capitali e, peraltro, a condizioni di maggior vantaggio, per effetto del minor grado di rischiosità percepito per un gruppo di grandi dimensioni.

Un ulteriore vantaggio della Fusione deriva dalla possibilità di allocare le risorse umane in relazione ai diversi progetti in maniera efficiente (a titolo esemplificativo, progettisti, *project managers*, capi cantiere), valorizzando al massimo l'esperienza e la competenza dei singoli a beneficio del risultato operativo e commerciale del Gruppo Post Fusione. Tale obiettivo richiede la piena flessibilità di "movimento" delle risorse umane già presenti all'interno dell'organizzazione che, a seguito della Fusione, avranno maggiori opportunità di sviluppare le proprie competenze specifiche su uno spettro di progetti ben più ampio rispetto a quello offerto dalle singole società di provenienza.

Inoltre, attraverso la Fusione si intende realizzare un polo di eccellenza nazionale a vantaggio della crescita e delle opportunità di sviluppo occupazionali per i giovani talenti, laureati in discipline ingegneristiche ed economiche.

La Fusione permetterà anche il conseguimento di notevoli benefici di costo grazie al miglior impiego dei beni strumentali. A titolo meramente esemplificativo, una volta integrate, le Società Partecipanti alla Fusione potranno aumentare le opportunità di reimpiego dei macchinari, degli impianti o dei ricambi che, una volta completata un'opera, potranno essere più facilmente impiegati in cantieri contigui anziché essere dismessi o venduti sul mercato locale a prezzi non sempre competitivi. Un altro esempio deriva dall'opportunità di riuscire ad affrontare la forte crescita programmata impiegando, di fatto, lo stesso organico già presente oggi nelle due aziende senza dover far fronte ai tempi e agli oneri connessi alla ricerca sul mercato di risorse qualificate.

Per maggiori dettagli, si rinvia al contenuto della relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo, ai sensi degli artt. 2501-bis e 2501-*quinquies* cod. civ., che sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e di regolamento.

2.4 Modalità di determinazione del Rapporto di Cambio

2.4.1 Consulenti coinvolti nell'Operazione, criteri di designazione e relazioni in essere con il Gruppo Impregilo

A supporto della congruità del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo si è avvalso di *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità ed esperienza in questo tipo di operazioni. Più precisamente, nella seduta del 13 maggio 2013, il Consiglio ha deliberato di dare avvio alle attività funzionali all'Operazione e di nominare Partners S.p.A., nella persona del Prof. Angelo Provasoli, quale esperto incaricato di redigere la perizia valutativa a supporto della determinazione del Rapporto di Cambio.

Dopo l'assunzione delle menzionate delibere consiliari, anche il Comitato OPC ha avviato le attività finalizzate all'esame dell'Operazione, in conformità a quanto previsto dalla Procedura OPC (cfr. anche il successivo paragrafo 2.8), nominando a sua volta Lazard S.r.l., quale *advisor* finanziario.

I predetti *advisor* e consulenti sono stati individuati da Impregilo in virtù dei loro requisiti di comprovata capacità, professionalità ed esperienza in questo genere di operazioni, idonei allo svolgimento dei loro rispettivi incarichi e a supportare la Società Incorporante nelle determinazioni relative alla valutazione della congruità del Rapporto di Cambio e della convenienza e correttezza dell'Operazione, avuto anche riguardo alla peculiare struttura della Fusione. Si è tenuto, altresì, conto dell'ampiezza e articolazione delle attività svolte dagli stessi nel complesso delle loro organizzazioni, della pluralità della clientela e della loro reputazione, conseguita in generale in Italia e/o a livello internazionale.

Fermo restando quanto precede, si segnala che Partners S.p.A. ha svolto, in favore sia di Impregilo, sia di Salini, attività di consulenza e di assistenza tecnica in materia contabile e finanziaria, anche nel quadro di procedimenti giudiziali e arbitrali. Il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha, tuttavia, ritenuto che tale circostanza non desse luogo a situazioni di conflitto d'interessi tali da condizionare l'autonomia di giudizio dell'*advisor* e consentisse, per converso, di beneficiare del patrimonio informativo e di analisi già acquisito.

Quanto a Lazard S.r.l., una particolare attenzione è stata rivolta alle attività di verifica dell'indipendenza,

effettuata acquisendo specifiche dichiarazioni da parte del medesimo *advisor*. Il Comitato OPC ha ritenuto che la circostanza che tale *advisor* abbia recentemente assistito Impregilo, a seguito peraltro di selezione da parte degli amministratori indipendenti, in occasione dell'Offerta, non incidesse sul possesso del requisito di indipendenza e consentisse, per converso, di beneficiare del patrimonio informativo e di analisi già acquisito. Lazard S.r.l. ha inoltre assistito Impregilo nella valutazione dell'acquisizione della quota del 40% nella *partnership* di diritto danese "Copenhagen Metro Team". Il Comitato OPC ha valutato che tale incarico non comportasse il venir meno del requisito dell'indipendenza in ragione dell'entità del compenso e della modalità di selezione che, come per l'altro incarico, è avvenuta da parte degli Amministratori Indipendenti di Impregilo, in data successiva al conferimento dell'incarico relativo all'Operazione.

Per maggiori dettagli sulla natura delle attività svolte dal Comitato OPC e dai consulenti dallo stesso designati in relazione all'Operazione, si rinvia al successivo paragrafo 2.8.

2.4.2 Criteri di valutazione utilizzati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio

Il Consiglio di Amministrazione di Impregilo è giunto alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ragionata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, condotta adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, in operazioni simili e per imprese operanti nel medesimo settore.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha tenuto conto delle considerazioni valutative svolte da primari *advisor* finanziari appositamente incaricati (cfr. il precedente paragrafo 2.4.1), condividendone metodo, assunzioni e considerazioni conclusive. Tra l'altro, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha richiesto a Partners S.p.A. (con la persona del Prof. Angelo Provasoli), di stimare il congruo intervallo di rapporti di cambio tra le azioni ordinarie di Salini e le azioni ordinarie di Impregilo, nel quadro della prevista operazione di Fusione, sintetizzando gli esiti delle stime in un'apposita relazione (l'"Opinione").

L'Opinione, acquisita dal Consiglio di Amministrazione in data 24 giugno 2013, è acclusa al presente Documento Informativo quale Allegato B.

Per giungere alla stima del valore economico delle azioni ordinarie della Società Incorporante e delle azioni ordinarie di Salini e, quindi, alla conseguente determinazione del Rapporto di Cambio tra tali azioni, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha fatto riferimento a principi valutativi di generale accettazione, con particolare riguardo a quelli più largamente diffusi in ambito nazionale e internazionale in sede di fusione. In particolare, in considerazione dello scopo delle valutazioni, il Consiglio ha privilegiato il principio dell'omogeneità dei criteri di stima, applicati compatibilmente con gli elementi caratteristici delle singole Società Partecipanti alla Fusione oggetto di valutazione e degli elementi di comparabilità che emergono anche in virtù dell'accordo commerciale siglato tra la Società Incorporante e Salini Costruttori in data 27 Settembre 2012. Tenuto conto delle caratteristiche di Salini e di Impregilo, il Consiglio di Amministrazione di quest'ultima ha ritenuto opportuno considerare sia criteri basati sulle rispettive grandezze fondamentali (flussi di cassa attesi), sia criteri cosiddetti "sintetici" (multipli di mercato). In particolare, il Consiglio ha utilizzato i seguenti criteri:

- finanziario *unlevered* (quale criterio principale);
- multipli di mercato (quale criterio di controllo), nelle due varianti applicative: (i) multipli di Borsa di società comparabili e (ii) multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.

Criterio finanziario *unlevered*

Secondo tale criterio, il valore di un complesso aziendale è funzione dei flussi di cassa futuri attesi che esso è in grado di generare autonomamente. Il criterio in parola, conseguentemente, procede alla attualizzazione, ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, in breve "wacc"), dei flussi di cassa annui "disponibili" (*free cash flow*) attesi per il complesso aziendale oggetto di valutazione.

In particolare, in coerenza con la prospettiva valutativa *asset side* del criterio finanziario *unlevered*, la stima del valore economico del capitale proprio (*equity value*) è ottenuta sommando algebricamente al valore del capitale investito netto (*Enterprise value* o EV) dell'azienda considerata la sua posizione finanziaria netta (PFN).

Il valore del capitale investito netto (*enterprise value* o “EV”) è il risultato della sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi “disponibili”, attesi per un periodo limitato di previsione analitica di “n” anni. Tali flussi non includono componenti di natura finanziaria (sono cioè flussi *unlevered*);
- valore attuale del *terminal value*, ossia del valore assunto dal complesso aziendale al termine dell’orizzonte di previsione analitica. Tale valore è funzione dei flussi che il complesso aziendale è in grado di generare in “perpetuità”, successivamente al termine del periodo di previsione analitica. Il *terminal value* è stimato capitalizzando lungo un orizzonte temporale infinito il flusso di cassa atteso per il periodo successivo all’ultimo di previsione analitica.

Criterio dei multipli di mercato

(i) Multipli di Borsa di società comparabili

Secondo tale criterio, il valore di un complesso aziendale è stimato sulla base di moltiplicatori calcolati assumendo a riferimento i prezzi di Borsa delle azioni di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione rilevati in periodi significativi.

La dottrina e la prassi distinguono tra multipli “*asset side*” o “*unlevered*” (EV/EBITDA, EV/EBIT, ecc.) e multipli “*equity side*” o “*levered*” (*Price/Earnings*, *Price/Book Value*, ecc.). I primi stimano direttamente il valore del capitale investito netto (*enterprise value* o “EV”) del complesso aziendale e pervengono al calcolo del capitale proprio (*equity value*), sommando algebricamente all’EV la Posizione Finanziaria Netta, le *minorities* e gli *equity investments*. I multipli *equity side* invece giungono direttamente alla quantificazione del valore del capitale proprio (*equity value*).

Nel caso di specie, anche alla luce delle indicazioni rivenienti dagli *equity report* predisposti dagli analisti che seguono le imprese quotate del settore costruzioni (tra cui Impregilo), si è preferito riferirsi a multipli *asset side*, identificati sulla base delle *performance* di un campione di società quotate ritenute comparabili a quelle oggetto di stima.

In particolare, i multipli adottati sono i seguenti:

- (a) EV/EBITDA, che rapporta il valore economico del capitale investito netto dell’impresa (l’*enterprise value*), alla sua marginalità operativa lorda (EBITDA);
- (b) EV/EBIT, che rapporta l’*enterprise value* dell’impresa alla sua redditività operativa (EBIT).

Una volta selezionati i moltiplicatori, il criterio dei multipli di Borsa si sviluppa nelle seguenti fasi: (i) identificazione delle imprese quotate comparabili componenti il campione di riferimento; (ii) calcolo dei moltiplicatori selezionati per ciascuna delle imprese del campione ed elaborazione di uno o più moltiplicatori rappresentativi; (iii) applicazione alle pertinenti grandezze del complesso aziendale oggetto di valutazione del multiplo di sintesi osservato per il campione esaminato.

(ii) Multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo

La capitalizzazione di Borsa potrebbe essere considerata in via diretta solamente ai fini della stima del valore di mercato di Impregilo (Salini, infatti, non ha titoli quotati presso un mercato regolamentato). Nel rispetto del principio di omogeneità che deve ispirare le valutazioni di fusione, si può utilizzare la capitalizzazione di Borsa di Impregilo quale riferimento per la stima del valore economico di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione, assumendo a tal fine i parametri impliciti nelle quotazioni rilevate per Impregilo. Ciò in ragione della similarità dei *business* delle Società Partecipanti alla Fusione e della loro reciproca complementarietà.

In particolare, l’approccio seguito si declina, nel caso di specie, nelle seguenti fasi:

- (i) determinazione della capitalizzazione di mercato di Impregilo, osservata lungo un periodo temporale significativo antecedente la data di riferimento della stima;
- (ii) calcolo di moltiplicatori (EV/EBITDA, EV/EBIT) impliciti nella valorizzazione di Impregilo *sub* (i). I multipli impliciti espressi dalle quotazioni dell’azione Impregilo sono stati calcolati assumendo a riferimento (quale denominatore dei moltiplicatori prescelti):
 - a. le grandezze reddituali (EBITDA, EBIT) attese espresse nel *business plan* di Impregilo;

- b. le corrispondenti grandezze di Impregilo risultanti dalle stime (*consensus*) elaborate dagli analisti finanziari che seguono il titolo;
- (iii) applicazione dei multipli impliciti di Impregilo, calcolati nelle due varianti menzionate al punto precedente, alle grandezze reddituali (EBITDA, EBIT) tratte dai *business plan* di Salini e di Impregilo.

2.4.3 Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del rapporto di cambio delle azioni

Ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* cod. civ., ai fini dell'espletamento dell'analisi valutativa sopra descritta, sono state tenute in considerazione: (i) le particolari caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione e (ii) le criticità che derivano dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate per determinare i rapporti di cambio.

In particolare:

- l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico-finanziari previsionali elaborati da Impregilo e da Salini. Tali dati presentano per loro natura profili d'incertezza e indeterminatezza, soprattutto nel contesto attuale di mercato, caratterizzato da incertezza sulle condizioni macro-economiche italiane ed europee. In particolare, si segnala quanto segue:
 - con riferimento alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*"), i piani ipotizzano flussi (di ricavi e di costi) e consistenze (attività e di passività) coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere, tuttavia, che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
 - una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano (2013-2016) è associata a commesse di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*"). Tenuto conto della natura del *business* delle costruzioni infrastrutturali (numero limitato di commesse aventi significativo valore unitario), le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà. Tale profilo di incertezza è stato apprezzato nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività;
 - i *business* di Impregilo e Salini si sviluppano in prospettiva internazionale e sono quindi esposti a rischi geopolitici. In sede di applicazione del criterio finanziario *unlevered*, si sono apprezzati tali rischi valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi e incorporando nelle stime riferite alle attività in parola il maggior rischio Paese riferito a tali contesti;
 - il piano di Impregilo ipotizza, tra l'altro, la realizzazione di taluni rilevanti *claim* e la cessione di specifici *asset*. Il quadro di tali eventi risulta, allo stato, caratterizzato da profili di incertezza. Di tali profili di incertezza si è tenuto conto nelle stime;
- il riferimento ai prezzi di mercato presenta difficoltà applicative dovute alla sottostante assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante limitato di Impregilo. Inoltre, l'andamento delle quotazioni di mercato può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine;
- l'utilizzo di dati (quali i coefficienti beta e i multipli di Borsa) tratti da osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, comma 2, cod. civ., a far data dal 1° gennaio 2014 o dalla diversa data eventualmente indicata nell'atto di Fusione. A decorrere dalla data di efficacia della Fusione, Impregilo subentrerà a Salini in tutti i rapporti nei quali Salini era precedentemente parte, assumendone i diritti e gli obblighi.

Sempre a decorrere dalla suddetta data, ai fini contabili e fiscali e per gli effetti di cui all'art. 2501-ter, comma 1, n. 6, cod. civ., le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante, ai sensi dell'art. 2504-bis, comma 3, cod. civ. e delle disposizioni applicabili del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

Con riguardo agli effetti patrimoniali, in data 24 giugno 2013 i due Consigli di Amministrazione di Salini e Impregilo hanno approvato, *inter alia*, il Piano del Gruppo Post Fusione per il periodo 2013-2016, presentato alla comunità finanziaria in data 27 giugno 2013 (cfr. la presentazione a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione "*Investor Relations - Fusione Salini - Impregilo*"). In particolare, il Piano prevede una crescita dei ricavi consolidati pari a circa il 16% su base annua, fino al raggiungimento di un totale pari a 7,4 miliardi di Euro nel 2016. Dall'attuale portafoglio ordini, pari a circa 20 miliardi di Euro, deriveranno circa il 60% dei ricavi nel periodo di Piano, percentuale che costituirà una base solida per l'espansione del *business*. Le sinergie da integrazione derivante dalla Fusione sono state stimate per quasi 100 milioni di Euro a regime nel 2016. In maniera prudente, il Piano prevede costi straordinari di circa 20-30 milioni di Euro, distribuiti tra il 2013 e il 2014. Anche tenendo conto delle sinergie, l'EBITDA dovrebbe crescere da 274 milioni di Euro registrati nel 2012 (risultati consolidati pro-forma) fino a 1 miliardo di Euro nel 2016, con un margine pari ad oltre il 13,5%. È previsto che anche l'EBIT aumenti in maniera significativa, raggiungendo nel 2016 un margine pari a circa il 9%. La gestione operativa sarà quindi in forte espansione e permetterà il finanziamento interno degli investimenti industriali, principalmente macchinari per l'operatività, che ammonteranno nell'arco del Piano a circa 1,3 miliardi di Euro, con una media annua di circa 325 milioni di Euro. Si prevede, infine, che la gestione operativa e la gestione straordinaria consentano di raggiungere una posizione finanziaria netta positiva pari a 110 milioni di Euro nel 2016.

La tabella che segue illustra i principali obiettivi del Gruppo Post Fusione, coerentemente con quanto descritto nel Piano.

Obiettivi Piano Industriale 2016			
Ricavi	€ 7,4 mld	Crescita Ricavi (Cagr)	16%
EBITDA	~ € 1 mld	Margine EBITDA	> 13,5%
EBIT	>670 mln	Margine EBIT	> 9%
Portafoglio Ordini	~ € 26 mld	New Order Intake (medio annuo)	€ 7,5 mld
Capex costruzioni (medio annuo)	~€ 325 mln	PFN	~ € 110 mln

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione ritengono che, successivamente alla Fusione e in coerenza con le previsioni del Piano e con le risorse che in tale ambito saranno generate, la Società Incorporante disporrà di una capacità patrimoniale e finanziaria adeguata alle necessità rappresentate dalle obbligazioni di natura finanziaria della stessa.

Nel grafico che segue è rappresentata l'evoluzione dei flussi finanziari operativi e netti attesi nell'ambito del Piano del Gruppo Post Fusione, al fine di esprimere una valutazione sulla capacità di adempiere alle obbligazioni di natura finanziaria, tenuto conto di una politica di remunerazione degli azionisti che prevede la distribuzione di dividendi pari a circa il 40% degli utili netti attesi in ciascun esercizio.

Cash Flow - Piano Economico-Finanziario 2013-2016					<i>min €</i>
Consolidato	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	
Saldo Iniziale Posizione Finanziaria Netta	404	(269)	30	33	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività operative	4	648	551	708	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di investimento (investimenti industriali)	(184)	(297)	(448)	(531)	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di finanziamento e dalle operazioni rilevanti	(534)	(52)	(101)	(100)	
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110	
<i>di cui Disponibilità Liquide</i>	<i>1,347</i>	<i>1,116</i>	<i>907</i>	<i>947</i>	
<i>di cui Indebitamento Finanziario</i>	<i>(1.616)</i>	<i>(1.086)</i>	<i>(874)</i>	<i>(837)</i>	
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110	

L'analisi dei flussi di cassa attesi evidenzia l'elevato grado di sostenibilità dell'esposizione debitoria del Gruppo Post Fusione, nonché la relativa capacità di fare fronte agli impegni verso i propri creditori. La posizione finanziaria netta è attesa in progressivo miglioramento, pur in presenza di un consistente piano di investimenti funzionale allo sviluppo industriale.

Per maggiori dettagli sulla struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché sul Piano e sulle sue principali assunzioni, si rinvia al Progetto di Fusione, nonché a quanto sarà descritto nella relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo, ai sensi degli artt. 2501-*bis* e 2501-*quinquies* cod. civ., che sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e di regolamento.

Si segnala infine che, come indicato nella Premessa del presente Documento Informativo, la Fusione si qualifica come "significativa" per i fini di cui all'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti. Pertanto, almeno 15 giorni prima della data fissata, in prima convocazione, per l'assemblea straordinaria degli azionisti di Impregilo che sarà chiamata a deliberare in merito alla Fusione, la Società Incorporante metterà a disposizione del pubblico,

presso la sede sociale e con le modalità previste dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* del Regolamento Emittenti, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B al Regolamento Emittenti medesimo, contenente - tra l'altro - ulteriori informazioni finanziarie dirette a illustrare gli effetti economici, patrimoniali e finanziari della Fusione.

2.6 Impatto dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Impregilo e/o di società da questa controllate

La realizzazione dell'Operazione non comporterà la variazione dell'ammontare dei compensi degli amministratori della Società Incorporante e/o delle società del Gruppo Impregilo.

2.7 Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti

Fermo restando quanto già segnalato nel precedente paragrafo 1.1, non sono coinvolti nell'Operazione, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti delle Società Partecipanti alla Fusione.

2.8 Descrizione delle attività svolte dal Comitato OPC in relazione all'Operazione

Come indicato nella Premessa del presente Documento Informativo, ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, l'Operazione rappresenta una "Operazione di Maggiore Rilevanza tra Parti Correlate", in quanto le sue caratteristiche sono tali da determinare il superamento delle soglie di "rilevanza" previste dall'Allegato 3 al Regolamento OPC. In relazione alla Fusione trova applicazione, pertanto, l'art. 7 della Procedura OPC, il quale richiede - *inter alia* - che il Comitato OPC esprima - in tempo utile al fine di consentire all'organo competente di deliberare in proposito - un motivato parere favorevole vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Si rammenta che il Comitato OPC è stato costituito con delibera del Consiglio di Amministrazione di Impregilo in data 18 luglio 2012. In tale sede sono stati nominati suoi componenti gli Amministratori Alberto Giovannini (con funzioni di Presidente), Marina Brogi, Giuseppina Capaldo e Geert Linnebank.

Come indicato al paragrafo 2.4.1, a seguito della riunione del Consiglio di Amministrazione tenutasi in data 13 maggio 2013, il Comitato OPC ha prontamente avviato l'attività istruttoria ai sensi dell'art. 7 della Procedura OPC e nominato Lazard S.r.l., in qualità di *advisor* finanziario.

L'attività dell'*advisor* finanziario è stata realizzata attraverso la partecipazione a incontri con il Comitato OPC, in occasione dei quali lo stesso *advisor* ha fornito al Comitato OPC un aggiornamento sulle informazioni acquisite mediante accesso alla documentazione messa a disposizione dalle Società Partecipanti alla Fusione, ciascuna per quanto di propria competenza, in apposite *data room* (cui hanno avuto, peraltro, accesso anche i componenti del Comitato OPC), nonché sulle elaborazioni svolte in base a dette informazioni. L'attività di Lazard S.r.l. si è conclusa con la predisposizione di un parere (c.d. *fairness opinion*) in merito alla congruità per Impregilo, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio.

Nell'esercizio delle proprie attività, il Comitato OPC ha incontrato e/o chiesto chiarimenti e approfondimenti al *management* di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione, ad un primario *advisor* industriale incaricato da Impregilo (l'"**Advisor Industriale**"), a PriceWaterhouseCoopers S.p.A. (quale società di revisione incaricata di rilasciare la relazione da allegare al Progetto di Fusione) e agli *advisor* finanziari di cui si sono avvalse, rispettivamente, Impregilo e Salini. Il Comitato OPC ha inoltre partecipato a specifici incontri per la definizione del Rapporto di Cambio. In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo, nella riunione dell'11 giugno 2013, ha delegato i Consiglieri Indipendenti Dott. Pietro Guindani e l'Ing. Laura Cioli (gli "**Amministratori Incaricati**") a svolgere le necessarie interlocuzioni con i rappresentanti all'uopo designati da Salini, i Consiglieri David Morganti e Gianluca Piredda, in ordine alle discussioni relative al Rapporto di Cambio, avvalendosi delle valutazioni e delle informazioni disponibili relative alle Società Partecipanti alla Fusione, nonché del supporto dei consulenti finanziari e legali incaricati da Impregilo. Gli Amministratori

Incaricati si sono riuniti complessivamente cinque volte, di cui quattro con i due Amministratori designati da Salini.

Nel periodo intercorrente tra il 13 maggio 2013 e il 24 giugno 2013, il Comitato OPC si è riunito dieci volte ed ha partecipato, tramite suoi componenti, ad ulteriori quattro riunioni degli Amministratori Incaricati. In particolare, nell'ambito dell'attività istruttoria, il Comitato OPC è stato coinvolto nella fase propedeutica all'assunzione delle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di Impregilo che ha approvato il Progetto di Fusione e la relazione degli amministratori al Progetto di Fusione e ha svolto le proprie funzioni anche attraverso la ricezione di un flusso informativo continuo e tempestivo sui termini e condizioni dell'Operazione. Il Comitato OPC, oltre a svolgere le attività sopra descritte, ha:

- esaminato i termini e le condizioni della Fusione nel loro complesso;
- analizzato le valutazioni effettuate dal proprio *advisor* Lazard S.r.l., quanto agli aspetti finanziari, e sentito l'Advisor Industriale *sugli* aspetti di carattere industriale;
- preso atto del Piano redatto ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 3, cod. civ. e sentiti su questo il *management* di Impregilo, PriceWaterhouseCoopers S.p.A. e l'Advisor Industriale;
- esaminato il contenuto della bozza di progetto di Fusione e le valutazioni e motivazioni indicate nella bozza di relazione degli amministratori ai sensi dell'art. 2501-*bis* e 2501-*quinqies* cod. civ.; nonché
- preso atto della *fairness opinion* rilasciata da Lazard S.r.l..

All'esito dei propri lavori, il Comitato OPC ha formulato, in data 24 giugno 2013, il proprio parere favorevole circa (i) la sussistenza dell'interesse di Impregilo all'esecuzione della Fusione, sulla base dei termini e delle condizioni indicati dal *management* nella bozza di Progetto di Fusione, nonché (ii) la convenienza e correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti.

Tale parere è stato approvato dal Comitato OPC all'unanimità dei suoi componenti nella riunione del 24 giugno 2013.

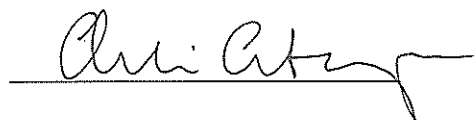
Si precisa che il parere del Comitato OPC, accluso al presente Documento Informativo, riporta in allegato la *fairness opinion* rilasciata dall'*advisor* finanziario Lazard S.r.l..

Il Progetto di Fusione è stato, da ultimo, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo in data 24 giugno 2013, a maggioranza, con la sola astensione dell'Amministratore Delegato Pietro Salini, in considerazione dell'analogia carica rivestita nella Società Incorporanda.

Milano, 1 luglio 2013

Impregilo S.p.A.

Il Presidente



* * *

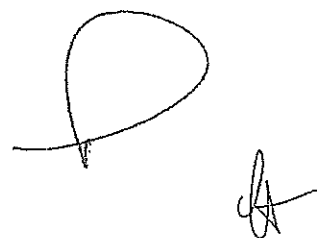
ALLEGATI

- Allegato A Progetto di Fusione e relativi allegati.
- Allegato B Opinione rilasciata da Partners S.p.A. in data 24 giugno 2013.
- Allegato C Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Impregilo, rilasciato in data 24 giugno 2013, cui è allegata la *fairness opinion* rilasciata da Lazard S.r.l. in pari data.



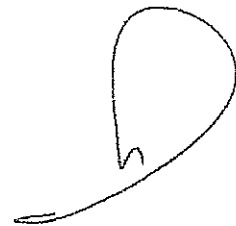
PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
DI
SALINI S.P.A.
IN
IMPREGILO S.P.A.

(redatto ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-*bis*, co. 2, e 2501-*ter* cod. civ.)

A large, stylized handwritten signature, possibly reading 'P. A.', is located in the bottom right corner of the page.

SOMMARIO

1. Premessa.....	3
2. Società Partecipanti alla Fusione	4
3. Statuto della Società Incorporante	5
4. Rapporto di cambio e conguaglio in denaro	5
5. Modalità di assegnazione delle azioni della Società Incorporante	6
6. Data dalla quale le azioni della Società Incorporante assegnate in concambio partecipano agli utili.....	8
7. Piano economico e finanziario, con indicazione delle risorse finanziarie destinate al soddisfacimento della società risultante dalla Fusione.....	8
7.1 Il Piano economico e finanziario	8
7.2 Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione.....	13
7.3 Il Piano economico finanziario e le risorse finanziarie per il soddisfacimento dell'indebitamento finanziario della Società Incorporante a seguito della Fusione.....	17
7.4 Conclusioni.....	17
8. Decorrenza degli effetti della Fusione e della imputazione delle operazioni della Società Incorporanda al bilancio della Società Incorporante	18
9. Eventuale trattamento per particolari categorie di soci e per i possessori di titoli diversi dalle azioni - Vantaggi particolari eventualmente riservati agli amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione.....	18
10. Condizioni della Fusione.....	18



I Consigli di Amministrazione di Impregilo S.p.A. ("Impregilo" o la "Società Incorporante") e Salini S.p.A. ("Salini" o la "Società Incorporanda" e, insieme a Impregilo, le "Società Partecipanti alla Fusione") con deliberazione del 24 giugno 2013 hanno approvato il seguente progetto (il "Progetto di Fusione") relativo alla fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo.

1. **PREMESSA**

- a) Rispettivamente in data 13 e 14 maggio 2013, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini, anche alla luce dell'esito positivo dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Salini ex artt. 102 e 106, co. 4, del D.Lgs. n. 58 del 1998 (l'"Offerta Pubblica di Acquisto" o l'"Offerta") sul capitale sociale ordinario di Impregilo, in linea con le motivazioni dell'Offerta stessa e i programmi futuri prospettati nel relativo documento di offerta, hanno deliberato di avviare tutte le attività propedeutiche, strumentali, connesse o funzionali alla realizzazione, in tempi brevi, di un processo di integrazione societaria, con l'obiettivo di creare un Campione Nazionale nel settore delle costruzioni di infrastrutture complesse, con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"), in grado di competere con i principali concorrenti internazionali, in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarità geografica e settoriale (l'"Operazione").
- b) Quali situazioni patrimoniali ex art. 2501-*quater* cod. civ. le Società Partecipanti alla Fusione hanno utilizzato i bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 approvato dalle assemblee in sede ordinaria, rispettivamente, in data 30 aprile 2013 per Impregilo e in data 12 giugno 2013 per Salini.
- c) Alla luce delle principali motivazioni dell'Operazione, vale a dire la creazione di un Campione Nazionale nel settore delle infrastrutture complesse con azioni quotate sul MTA, si è ritenuto che la forma giuridica più idonea per dare corso alla predetta integrazione fosse una fusione per incorporazione di Salini in Impregilo (la "Fusione").
- d) In conseguenza del rapporto di controllo di diritto che si è instaurato tra la Società Incorporanda e la Società Incorporante all'esito dell'Offerta e della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 ("Regolamento OPC"), e della procedura approvata dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo ai sensi dell'art. 2391-*bis* cod. civ. e dell'art. 4, co. 1 e 3, del Regolamento OPC, come da ultimo modificata in data 13 maggio 2013 ("Procedura OPC"). Pertanto, il Comitato per Operazioni con Parti Correlate di Impregilo è stato coinvolto nella fase istruttoria della Fusione e, tra l'altro, il Progetto di Fusione è stato approvato con il parere favorevole di tale Comitato, ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, circa la sussistenza di un interesse per Impregilo all'esecuzione della Fusione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni di cui al Progetto di Fusione stesso (cfr. paragrafo 4). Nello svolgimento dei propri lavori, il Comitato per Operazioni con Parti Correlate di Impregilo si è avvalso di *advisor* finanziari e legali di comprovata professionalità.
- e) In conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per realizzare l'Offerta Pubblica di Acquisto, in relazione alla Fusione trova applicazione l'art. 2501-*bis* cod. civ.. Pertanto:
 - (i) ex art. 2501-*bis*, co. 2, cod. civ., il Progetto di Fusione indica le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione (cfr. paragrafo 7);
 - (ii) i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini:

- 1) *ex art. 2501-sexies* cod. civ., in data 29 maggio 2013 hanno depositato presso il Tribunale di Milano - avvalendosi dalla facoltà *ex art. 2501-sexies*, co. 4, cod. civ. di richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione, vale a dire Impregilo, la nomina di uno o più esperti comuni - istanza congiunta per la nomina di un esperto comune (l'“Esperto Comune”), con il compito di attestare, nella propria relazione, la congruità del Rapporto di Cambio (come definito di seguito); *ex art. 2501-bis*, co. 4, cod. civ., tale relazione dovrà altresì attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione. Con provvedimento del 14 giugno 2013, depositato in data 25 giugno 2013, il Tribunale di Milano ha nominato Esperto Comune la società BAKER TILLY REVISA S.p.A., con sede legale in Bologna, via Guido Reni n. 2/2;
 - 2) *ex art. 2501-bis*, co. 5, cod. civ., hanno affidato a PriceWaterhouseCoopers S.p.A. (“PWC”), società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Impregilo, l'incarico di rilasciare la relazione da allegare al Progetto di Fusione. La relazione resa da PWC *ex art. 2501-bis*, co. 5, cod. civ. è allegata al Progetto di Fusione *sub* Allegato 1;
 - 3) metteranno a disposizione del pubblico, nei modi e nei termini di legge e regolamentari, *ex artt. 2501-bis*, comma 3, e 2501-*quiquies* cod. civ., una relazione che illustra le ragioni che giustificano la Fusione, contenente un piano economico e finanziario indicante la fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.
- f) Alla data del Progetto di Fusione, Salini detiene n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo, pari all'88,83% del capitale sociale ordinario di Impregilo stessa.
- g) Alla data del Progetto di Fusione, né Impregilo, né Salini detengono azioni proprie.
- h) Alla data del Progetto di Fusione, né Impregilo, né Salini hanno in essere piani di *stock option*.

2. SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

(a) Società Incorporante

IMPREGILO S.p.A., con sede legale in Milano, via dei Missaglia n. 97, capitale sociale Euro 718.364.456,72 interamente versato, diviso in n. 404.073.428 azioni prive di valore nominale, delle quali n. 402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano: 00830660155, Partita IVA: 02895590962, iscritta al R.E.A. di Milano al n. 525502, soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-*bis* cod. civ., da parte di Salini S.p.A., con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

(b) Società Incorporanda

SALINI S.p.A., con socio unico, sede legale in Roma, via della Dataria n. 22, capitale sociale Euro 62.400.000,00 interamente versato, rappresentato da n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma: 11664581003, iscritta al R.E.A. di Roma al n. 1319966, soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-*bis* cod. civ., da parte di Salini Costruttori S.p.A. (“Salini Costruttori”).

3. STATUTO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

La Fusione determinerà l'estinzione della Società Incorporanda Salini.

Denominazione sociale

Per effetto della Fusione, la Società Incorporante modificherà la propria denominazione sociale in "Salini-Impregilo S.p.A.".

Riduzione del capitale sociale

In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Impregilo, quest'ultima sarà chiamata ad approvare - con efficacia dalla data di efficacia della Fusione ovvero successivamente, qualora la riduzione dovesse essere attuata dopo tale data - una riduzione del capitale sociale di Impregilo stessa da Euro 718.364.456,72 (*settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattronilaquattrocentocinquantesi virgola settantadue*) a euro 500.000.000,00 (*cinquecentomilioni*), vale a dire per un importo pari a Euro 218.364.456,72, da destinare per Euro 100.000.000,00 a "Riserva legale" e per Euro 118.364.456,72 alla costituzione di una specifica riserva di patrimonio netto, che proponiamo di denominare "Altre riserve".

L'operazione di riduzione del capitale sociale si rende opportuna al fine di una migliore configurazione della struttura del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione, anche per ottimizzarne l'efficienza sotto il profilo della possibile operatività, ferma restando l'entità complessiva del patrimonio netto della stessa.

In considerazione del fatto che la azioni Impregilo sono prive del valore nominale, la riduzione del capitale non determinerà alcun annullamento di azioni.

L'operazione di riduzione del capitale di Impregilo non dovrà essere sottoposta all'approvazione dell'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Impregilo in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Società Incorporante a tale categoria di azioni non sono parametrati alla quota di valore nominale del capitale sociale implicitamente rappresentata dalle stesse, come meglio illustrato nel paragrafo 5 e nella relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, cod. civ. che sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e regolamento.

* * * * *

Una volta intervenuta l'efficacia della Fusione, lo statuto sociale della Società Incorporante rimarrà quello vigente, allegato al presente progetto di fusione *snb* Allegato 2, modificato esclusivamente quanto agli artt. 1 (Denominazione) e 6 (Capitale sociale), come meglio indicato di seguito.

Si veda il successivo paragrafo 5.

4. RAPPORTO DI CAMBIO E CONGUAGLIO IN DENARO

La Fusione verrà deliberata sulla base dei bilanci delle Società Partecipanti alla Fusione relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012.

Ai fini dell'analisi e definizione del razionale e della struttura dell'Operazione, nonché dell'individuazione dei valori da attribuire a Impregilo e Salini per la propria valutazione del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie di Salini e le azioni ordinarie di Impregilo (il "Rapporto di Cambio"), i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione si sono avvalsi di *advisor* finanziari e industriali di comprovata professionalità.

Anche sulla base dei pareri rilasciati dai propri *advisor* i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione sono giunti alla determinazione del seguente Rapporto di Cambio:

6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Le ragioni che giustificano il suddetto rapporto di cambio sono illustrate nelle relazioni redatte dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* cod. civ., che saranno messe a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e regolamento.

Sul Progetto di Fusione è stato espresso, in data 24 giugno 2013, motivato parere favorevole da parte del Comitato per Operazioni con Parti Correlate di Impregilo circa la sussistenza di un interesse per Impregilo all'esecuzione della Fusione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni di cui al Progetto di Fusione stesso. Come ricordato in premessa, nello svolgimento dei propri lavori il Comitato per Operazioni con Parti Correlate di Impregilo si è avvalso di *advisor* finanziari e legali di comprovata professionalità.

Le azioni della Società Incorporante da attribuire in concambio saranno messe a disposizione del socio unico di Salini secondo le modalità di assegnazione di cui al paragrafo 5 e le procedure previste per l'assegnazione di azioni in regime di dematerializzazione (cfr. il successivo paragrafo 5).

Come ricordato in premessa, in conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per realizzare l'Offerta Pubblica di Acquisto in relazione alla Fusione trova applicazione l'art. 2501-*bis* cod. civ.. Pertanto, ex art. 2501-*bis*, co. 4, cod. civ., la relazione dell'esperto nominato da Tribunale di cui all'art. 2501-*sexties* cod. civ. (la "Relazione") oltre alla congruità del Rapporto di Cambio, dovrà attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel successivo paragrafo 7 circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. In data 29 maggio 2013, le Società Partecipanti alla Fusione ex art. 2501-*sexties* cod. civ. hanno depositato presso il Tribunale di Milano istanza congiunta per la nomina di un Esperto Comune con il compito di rilasciare la Relazione. Con provvedimento del 14 giugno 2013 depositato in data 25 giugno 2013 il Tribunale di Milano ha nominato Esperto Comune la società BAKER TILLY REVISA S.p.A., con sede in Bologna, via Guido Reni n. 2/2. La Relazione sarà messa a disposizione del pubblico nei modi e nei termini di legge e regolamento.

5. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

In conseguenza del perfezionamento della Fusione, tutte le azioni ordinarie Salini verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie Impregilo secondo il Rapporto di Cambio di cui al precedente paragrafo 4.

In particolare, come indicato, il Rapporto di Cambio, inteso come rapporto idoneo a esprimere il peso reciproco delle Società Partecipanti alla Fusione, è determinato in n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per

ogni azione Salini. Pertanto al socio unico della Società Incorporanda, Salini Costruttori, in caso di approvazione della Fusione spetteranno complessivamente n. 402.480.000 azioni ordinarie, pari all'89,95% del capitale sociale ordinario.

Il concambio azionario fra azioni Salini e azioni Impregilo sarà attuato, sulla base di detto Rapporto di Cambio, senza aumento del capitale della Società Incorporante, mediante assegnazione all'unico socio della Società Incorporanda, Salini Costruttori:

- delle n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo, prive del valore nominale, attualmente in circolazione e detenute da Salini, nonché
- di ulteriori n. 44.974.754 azioni ordinarie di nuova emissione, prive del valore nominale, senza, si ripete, aumento del capitale della Società Incorporante.

Ovviamente, i soci titolari di azioni ordinarie di Impregilo diversi dalla Società Incorporanda e i soci titolari di azioni di risparmio di Impregilo manterranno le azioni attualmente possedute.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Per effetto della riduzione del capitale illustrata nel precedente paragrafo 3 e delle operazioni di assegnazione il capitale sociale di Impregilo sarà pari a Euro 500.000.000,00 (*cinquecentomilioni*) e diviso in n. 449.048.182 (*quattrocentoquarantanovemilioni*quarantottomilacentottantadue) azioni, prive del valore nominale, delle quali n. 447.432.691 (*quattrocentoquarantasettamilioni*quattrocentotrentaduemila seicentonovantuno) azioni ordinarie e le attuali n. 1.615.491 (*unmilione*seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.

Si riporta qui di seguito una tabella che evidenzia le modifiche che verranno apportate agli articoli 1 (*Denominazione sociale*) e 6 (*Capitale sociale*) dello Statuto di Impregilo per effetto di quanto indicato nel precedente paragrafo 3 e per effetto delle operazioni di concambio

TESTO VIGENTE	TESTO MODIFICATO
Art. 1 (Denominazione) È costituita una Società per Azioni con la denominazione: "IMPREGILO S.p.A."	Art. 1 (Denominazione) È costituita una Società per Azioni con la denominazione: "SALINI IMPREGILO S.p.A."
Art. 6 (Capitale sociale) Il capitale sociale è di euro 718.364.456,72 (settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattromilaquattrocentocinquanta-sei virgola settantadue) diviso in n. 404.073.428 (quattrocentoquattromilionisettantatre milaquattrocentotrentotto) azioni, delle quali n. 402.457.937 (quattrocentoduemilioniquattrocentocinquantesette milanovecentotrentasette) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.	Art. 6 (Capitale sociale) Il capitale sociale è di euro 500.000.000,00 (<i>cinquecentomilioni</i>) diviso in n. 449.048.182 (<i>quattrocentoquarantanovemilioni</i>quarantottomilacentottantadue) azioni, prive del valore nominale, delle quali n. 447.432.691 (<i>quattrocentoquarantasettamilioni</i>quattrocentotrentaduemila seicentonovantuno) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (<i>unmilione</i>seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.

Il testo del nuovo statuto di Impregilo, che avrà efficacia alla data di efficacia della Fusione, è allegato al presente Progetto di Fusione *sub* Allegato 3. Qualora la riduzione del capitale sociale della Società Incorporante dovesse essere attuata successivamente alla data di efficacia della Fusione, la relativa modifica statutaria interverrà alla data di efficacia di tale riduzione.

L'operazione proposta non deve essere sottoposta all'approvazione dell'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Impregilo, in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Società Incorporante a tale categoria di azioni non subiscono alcun pregiudizio. Infatti, il privilegio di cui all'art. 33, lettera b) rimane del tutto immutato, essendo esso espresso in termini di valori assoluti e dipendendo soltanto dal numero delle azioni di risparmio possedute, numero che, come indicato, rimane invariato. Nessun pregiudizio si pone anche con riferimento al privilegio di cui all'art. 33, lettera c) dello statuto, dal momento che la diluizione in termini percentuali delle azioni di risparmio rispetto alla totalità delle azioni che comporranno il capitale sociale ad esito della Fusione dipende dalla mera applicazione del Rapporto di Cambio, e riflette dunque la fisiologica conseguenza della Fusione medesima sulla posizione di tutti i soci, sia ordinari sia di risparmio.

Le azioni ordinarie della Società Incorporante assegnate in concambio saranno quotate al pari delle azioni ordinarie e di risparmio della medesima Società Incorporante già in circolazione, nonché soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. in regime di dematerializzazione, ai sensi di legge.

Impregilo provvederà a mettere a disposizione un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni ordinarie Impregilo spettanti in applicazione del rapporto di cambio, senza aggravio di spese, bolli o commissioni. In alternativa potranno essere attivate modalità diverse per assicurare la complessiva quadratura dell'operazione.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

Le azioni ordinarie della Società Incorporante assegnate per servire il concambio saranno messe a disposizione a partire dalla data di efficacia della Fusione, ove si tratti di giorno di Borsa aperta, o dal primo giorno di Borsa aperta successivo. Tale data sarà resa nota nelle forme di legge. Contestualmente e con le stesse modalità saranno altresì fornite eventuali ulteriori informazioni sulle modalità di attribuzione.

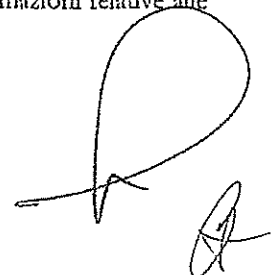
6. DATA DALLA QUALE LE AZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE ASSEGNATE IN CONCAMBIO PARTECIPANO AGLI UTILI

Tutte le azioni ordinarie di Impregilo che verranno assegnate o emesse in sede di concambio avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Impregilo in circolazione alla data di efficacia della Fusione e attribuiranno ai loro titolari gli stessi diritti spettanti alle azioni ordinarie oggi in circolazione.

7. PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO, CON INDICAZIONE DELLE RISORSE FINANZIARIE DESTINATE AL SODDISFACIMENTO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE

7.1 Il Piano economico e finanziario

Il Piano economico e finanziario redatto dagli organi amministrativi di Impregilo e Salini (il "Piano"), sulla base del disposto del terzo comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ., contiene le informazioni relative alle



fonti delle risorse finanziarie, nonché alla descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere nel periodo 2013 – 2016.

In termini generali, ai fini della determinazione del Piano, sono stati considerati i seguenti fattori: i) il perimetro di riferimento; ii) i principi contabili sottostanti alla sua costruzione; iii) l'orizzonte temporale; iv) l'evoluzione del portafoglio lavori delle due Società Partecipanti alla Fusione al 31 dicembre 2012 e le previsioni di acquisizioni di nuove commesse; v) la scelta strategica di focalizzazione sul *core business* delle costruzioni e conseguente dismissione delle attività non strategiche, e la risoluzione favorevole di alcuni contenziosi connessi agli impianti ex-CDR in Campania e alle pretese risarcitorie relative alla cancellazione del contratto di realizzazione del Ponte sullo Stretto di Messina.

i) Il Piano è stato costruito in una prospettiva che considera l'avvenuta esecuzione della Fusione, sulla base dei piani consolidati delle Società Partecipanti alla Fusione: tutte le proiezioni economiche e finanziarie fanno riferimento alla *combined entity* derivante dalla fusione per incorporazione di Salini Impregilo, tenendo conto delle valutazioni espresse in merito alle sinergie realizzabili per effetto di specifiche azioni mirate al recupero di efficienza in alcune aree aziendali.

A tale proposito, si ricorda che la Fusione ha le caratteristiche di una aggregazione di imprese sotto comune controllo, in quanto operazione che interviene successivamente all'acquisizione da parte di Salini del controllo di diritto su Impregilo. Tenuto conto che, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, le procedure previste dai principi contabili internazionali ai fini della determinazione del *fair value* delle attività nette acquisite (la cd. *purchase price allocation*) sono in corso e saranno completate nei termini regolamentari entro 12 mesi dalla data di acquisizione del controllo, nell'ambito del Piano la differenza contabile emergente fra il *fair value* del prezzo sostenuto per l'acquisizione del controllo ed il *fair value* delle attività nette acquisite, per la relativa percentuale di possesso, è stata determinata sulla base della situazione patrimoniale consolidata di riferimento alla data di acquisizione del controllo da parte della Società Incorporanda e, nell'ambito del Piano, è stata preliminarmente allocata nell'*equity post merger* ad una voce del patrimonio netto consolidato. La *purchase price allocation* che verrà completata nel rispetto dei principi contabili di riferimento, i quali richiedono l'individuazione dei valori correnti delle attività e passività acquisite, incluse quelle potenziali, potrà eventualmente condurre a una più puntuale allocazione dei valori a specifiche attività, passività, o passività potenziali. In ogni caso, la soluzione adottata non influisce in alcun modo sulla dinamica dei flussi di cassa e della posizione finanziaria netta della società risultante dalla fusione; qualora venisse deciso l'affrancamento fiscale dei valori, potrebbero esservi effetti positivi sui flussi di cassa.

Al fine di un più omogenea rappresentazione delle grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie del Gruppo successivamente alla Fusione, nella predisposizione del Piano, a livello consolidato, infine, si precisa che la situazione patrimoniale e finanziaria consolidata del Gruppo Salini alla fine dell'esercizio 2012 considera, a livello di ipotesi, il consolidamento integrale del Gruppo Impregilo, evidenziando la quota di patrimonio netto che a tale data era di pertinenza degli azionisti diversi da Salini quale patrimonio netto dei terzi.

ii) Il Piano è stato predisposto sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS adottati dai due Gruppi, in continuità con i bilanci al 31 dicembre 2012.

iii) Per quanto attiene all'orizzonte temporale, sono state utilizzate le informazioni prospettiche dei due Gruppi per il periodo dal 2013 al 2016.

iv) I flussi economici e finanziari attesi per il periodo di Piano 2013-2016 prevedono il raggiungimento di determinati obiettivi nel 2016 (evidenziati nella prima tabella che segue) e sono stati elaborati seguendo un approccio di tipo *bottom-up* ovvero tenendo conto:

- dei cronoprogrammi delle singole commesse già presenti al 31 dicembre 2012 nel portafoglio dei lavori di costruzione delle Società Partecipanti alla Fusione. Il portafoglio ordini a fine 2012 ammonta a 19,9 miliardi di Euro e contribuirà per oltre il 60% alle previsioni economiche di Piano 2013-2016 (ricavi e margini EBITDA ed EBIT) ovvero per circa 13,8 miliardi di Euro in termini di ricavi nel periodo 2013-2016. Tali ricavi sono stati stimati secondo previsioni dettagliate per il singolo progetto in base alle informazioni disponibili a maggio 2013;
- delle previsioni di acquisizione delle nuove commesse nel corso del periodo di Piano, in base ad una rigorosa selezione delle opportunità commerciali, seguendo ben precisi parametri di redditività e di generazione di cassa stabiliti come criteri guida per le future iniziative commerciali sempre più orientate all'acquisizione di grandi commesse e al rafforzamento della presenza in paesi ben identificati, che offrono un elevato potenziale di sviluppo, tenendo anche in considerazione l'accordo strategico e commerciale sottoscritto tra i due Gruppi; durante l'intero arco di piano, si prevedono ricavi cumulati in complessivi 23,3 miliardi di Euro, una raccolta dei nuovi ordini pari a 29,8 miliardi di Euro e un rapporto tra nuovi ordini e ricavi (*book-to-bill*) superiore all'unità. I relativi ricavi sono previsti nel Piano secondo il principio del *cost to cost* utilizzato in sede di redazione del bilancio; il margine operativo (EBIT) di progetto (prima dei costi centrali) relativo ai progetti di futura acquisizione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattuali previsti (*ante* costi centrali), inferiore rispetto alla media 2013 - 2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012 (era pari al 10,9% al netto delle previsioni riferite alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina) e coerente con le ipotesi dei nuovi ordini secondo quanto previsto dall'accordo commerciale Impregilo-Salini;
- della stima delle sinergie di costo ottenibili attraverso interventi mirati al recupero di efficienza in specifiche aree funzionali. A questo proposito, si stima che il valore delle sinergie a regime (a partire dal 2016) possa raggiungere i 100 milioni di Euro all'anno. Le sinergie potenziali identificate fanno riferimento principalmente a: (i) risparmi su acquisti di cantiere, acquisti di servizi per i cantieri e costi centrali; (ii) risparmi su acquisti e una migliore rotazione di macchine e impianti;
- dell'incremento dei costi centrali netti in valore assoluto e su base annua sebbene, per effetto delle economie di scala, l'incidenza percentuale di tali costi rispetto ai ricavi complessivi si riduca progressivamente lungo l'orizzonte temporale del Piano (dal 3,8% nel 2013 al 3,0% nel 2016);
- dei costi non ricorrenti legati all'operazione di fusione e stimati in circa 25 milioni di Euro;
- degli investimenti previsti che, relativamente al *backlog*, sono stati stimati in linea col cronoprogramma dei diversi progetti e includono una spesa complessiva nel periodo di Piano pari a 192 milioni di Euro e, relativamente alle nuove acquisizioni, sono stati stimati pari al 2,8% del valore dell'*order intake* per i progetti italiani e al 6,5% dell'*order intake* per i progetti esteri che considerano una minore incidenza media dei *sub-contractors* rispetto ai progetti italiani, per un valore complessivamente equivalente ad investimenti medi, per ciascun anno di Piano, per circa 325 milioni di Euro. Relativamente agli investimenti in concessioni e in altri *business*, si prevede un importo complessivo pari a circa 256 milioni di Euro (complessivi di concessioni in *backlog* e *new order intake*);
- della dinamica del circolante nel periodo 2013-2016, stimata ipotizzando giorni medi di incasso e di pagamento costanti negli anni di Piano ed in linea con la media storica delle due società, valutando assunzioni specifiche su alcuni progetti siti in determinate aree geografiche. Infine, per i progetti in portafoglio a fine 2012, sono state considerate le dinamiche di rimborso degli anticipi in coerenza con i preventivi delle relative commesse, mentre, per i nuovi progetti che saranno acquisiti nel

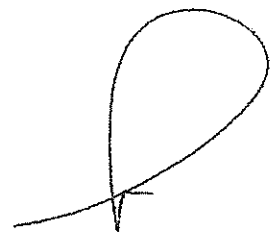
periodo 2013-2016, è stata considerata un'ipotesi di anticipi pari al 10% del valore della singola commessa nei progetti in Africa, EU e Asia, al 7% nel resto del mondo e nullo in Italia;

- della stima degli ammortamenti sulla base della vita economico-tecnica prevista;
- della stima dei proventi ed oneri finanziari in base all'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto;
- della stima delle imposte determinata con una tassazione annua media del 33% dell'EBT.

v) Il Piano riflette le previsioni di sviluppo delle attività delle costruzioni, in coerenza con la scelta strategica operata dal *management* di focalizzazione sul *core business* delle costruzioni e, pertanto, incorporano gli effetti delle operazioni di natura non ricorrente per le quali si prevedono incassi netti pari a complessivi 551 milioni di Euro circa nel 2013, e 128 milioni di Euro circa nel 2014, da realizzarsi anche attraverso: (a) la cessione delle partecipazioni del business "Impianti"; (b) la valorizzazione, realizzabile anche attraverso la cessione, di alcune partecipazioni in progetti in concessioni c.d. *greenfield*; (c) l'incasso delle pretese risarcitorie vantate dal Gruppo Impregilo nei confronti della pubblica amministrazione e riferite ai costi sostenuti in passato per la realizzazione nella regione Campania degli impianti ex-CDR per la parte non ancora ammortizzata alla data di risoluzione *ex-lege* dei relativi contratti di affidamento dei servizi di smaltimento rifiuti; e (d) dei crediti vantati dal Gruppo Impregilo verso le pubbliche amministrazioni campane e riferiti all'attività di gestione degli impianti ex-CDR per il periodo transitorio di gestione commissariale. Una parte di tali incassi è relativa alla vendita del 6,5% della partecipazione residua in EcoRodovias Infrastruttura e Logistica S.A. (187 milioni di Euro), già realizzata nella prima parte dell'esercizio 2013. Sono stimati, inoltre, costi per complessivi 100 milioni di Euro riferiti agli oneri accessori all'acquisizione del controllo di Salini su Impregilo ed al rifinanziamento del debito con prevista emissione di un prestito obbligazionario (*bond*) da complessivi 500 milioni di Euro. Nel Piano, infine, è stata considerata un'ipotesi di *payout ratio* del 40% nel periodo 2014-2016.

L'approccio utilizzato consente di pervenire ad un elevato livello di affidabilità delle previsioni di crescita economica e finanziaria contenute nel Piano, essendo già noti *a priori* la redditività delle singole commesse in portafoglio, lo stato di avanzamento e le eventuali criticità connesse a ciascun progetto. Inoltre, le attività commerciali nel 2013 evidenziano i benefici dell'accordo strategico di collaborazione commerciale e organizzativa stipulato da Impregilo e Salini Costruttori nel mese di settembre del 2012, che alla data del presente Progetto di Fusione confortano ulteriormente le ipotesi di acquisizione di nuovi ordini per l'anno in corso, innalzando ulteriormente il grado di visibilità delle proiezioni economiche al 2016. Tali stime rimangono, tuttavia, conservative poiché non contemplano l'acquisizione di "mega progetti", ovvero progetti di valore superiore al miliardo di Euro, che per ragioni prudenziali e in considerazione dell'impatto dirompente che avrebbero sui piani di sviluppo attesi, si è ritenuto opportuno non includere nei piani individuali e nel piano industriale congiunto. In caso di aggiudicazione, tali progetti modificherebbero in maniera significativa il profilo di crescita atteso, con un impatto migliorativo sui margini anche in termini relativi rispetto ai ricavi.

Per una migliore comprensione delle dinamiche economiche e finanziarie che caratterizzano il Piano 2013-2016, si riporta una tabella riepilogativa dei principali obiettivi che si intendono raggiungere.



Obiettivi Piano Industriale 2016

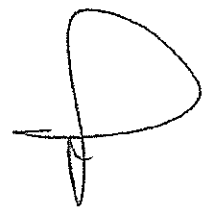
Ricavi	€ 7,4 mld	Crescita Ricavi (Cagr)	16%
EBITDA	~ € 1 mld	Margine EBITDA	> 13,5%
EBIT	> 670 mln	Margine EBIT	> 9%
Portafoglio Ordini	~ € 26 mld	New Order Intake (medio annuo)	€ 7,5 mld
Capex costruzioni (medio annuo)	~ € 325 mln	PFN	~ € 110 mln

Analisi di variabilità

Le proiezioni economico-finanziarie sono per natura caratterizzate da elementi di aleatorietà e incertezza. Le proiezioni rappresentano la stima più accurata e verosimile dell'evoluzione attesa per i complessi aziendali oggetto di fusione.

Tenuto conto di quanto appresso descritto, si ritiene che, fra le ipotesi assunte a base del Piano, sia opportuno svolgere alcune considerazioni aggiuntive e riferite alla variabilità dei risultati prospettati, in funzione del verificarsi di talune situazioni secondo profili quantitativi o temporali differenti rispetto a quanto ad oggi ragionevolmente prevedibile, più analiticamente commentate di seguito:

- con riferimento alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*"), i piani ipotizzano flussi (di ricavi e di costi) e consistenze (attività e di passività) coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere, tuttavia, che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
- una parte dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano (2013-2016) è associata a commesse di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*"). Tenuto conto della natura del *business* delle costruzioni infrastrutturali, le nuove acquisizioni rappresentano un elemento di aleatorietà;




- il *business* di Impregilo e Salini si sviluppa in prospettiva internazionale ed è quindi esposto a rischi geopolitici significativi. Tali rischi sono stati apprezzati valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi;
- il piano di Impregilo ipotizza, tra l'altro:
 - a) l'incasso, nel corso del 2014, della penale (97 milioni di Euro, al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina stipulato tra lo Stato italiano e la società Eurolink S.C.p.A. ("Eurolink") appartenente al Gruppo. Si precisa che tale aspetto è oggetto di contenzioso, in relazione al quale, ad oggi, non sono ancora state assunte decisioni degli organi giudicanti o in genere degli enti pubblici di riferimento;
 - b) l'incasso dei crediti derivanti dal contenzioso FIBE – CDR Campania per 209 milioni di Euro nel 2013 (prezzo di cessione degli *asset* CDR, al lordo degli oneri accessori stimabili - la Corte di Cassazione, con sentenza resa nell'aprile 2013 e oggi passata in giudicato, si è espressa in senso favorevole ad Impregilo) e per 53 milioni di Euro nel 2014 (corrispettivo per la fornitura di servizi a rendicontazione). La tempistica precisa di tali incassi potrebbe subire slittamenti per effetto della differente manifestazione delle relative dinamiche contenziose c/o esecutive rispetto a quanto ipotizzato nel Piano;
 - c) la vendita, nel corso del 2013, di alcune partecipazioni del settore "Impianti" e delle concessioni italiane, cui potrebbe essere attribuito un maggior grado di incertezza rispetto alle altre ipotesi di dismissione considerate nel Piano. In particolare, con riferimento alle concessioni italiane, tali dismissioni sono state comunque assunte, su base prudenziale, mediante la realizzazione del valore del patrimonio netto al 31 dicembre 2012, e senza quindi la previsione di realizzo di plusvalori impliciti. Per tali progetti, inoltre, non è stata prevista la necessità di effettuare ulteriori versamenti in conto capitale rispetto a quanto previsto nei relativi progetti, anche in considerazione della previsione di realizzo almeno del valore del patrimonio netto, tenuto conto che tali ipotesi non rilevarebbero ai fini della posizione finanziaria netta complessiva.

7.2 Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione

Fra la data di riferimento delle situazioni contabili utilizzate ai fini del presente Progetto di Fusione e la relativa data di approvazione, sia la Società Incorporante, sia la Società Incorporanda sono state interessate da eventi rilevanti, in prevalenza riferiti all'acquisizione del controllo su Impregilo da parte di Salini, che hanno avuto, tra l'altro, l'effetto di modificare le posizioni finanziarie delle Società Partecipanti alla Fusione in confronto con le rispettive situazioni patrimoniali alla fine dell'esercizio 2012.

Tali eventi possono essere sinteticamente descritti come segue:

- la cessione del residuo 6,5% detenuto da Impregilo nel capitale del gruppo brasiliano EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A., in relazione alla quale una più completa informativa è stata pubblicata in data 25 gennaio 2013, ha consentito l'incasso di un importo complessivamente equivalente a 187,1 milioni di Euro circa;
- l'acquisizione del controllo su Impregilo, avvenuta nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Acquisto promossa da Salini e conclusasi definitivamente nel mese di maggio 2013, che ha comportato l'impiego di risorse finanziarie a servizio della stessa Offerta, ottenute nel corso della prima parte dell'esercizio 2013 attraverso l'accensione di un finanziamento fino a complessivi 1.410 milioni di Euro (il "Finanziamento OPA"), meglio descritto nel seguito del presente paragrafo e che

nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Acquisto è stato utilizzato, alla data del 2 maggio 2013, per complessivi 1.217,0 milioni di Euro circa;

- la distribuzione di un dividendo pari ad Euro 1,49 per azione ordinaria, deliberato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti di Impregilo il 30 aprile 2013 per complessivi Euro 602,6 milioni, comprensivi delle competenze degli azionisti di risparmio, ha consentito, per la componente incassata dall'azionista Salini e pari a Euro 534,5 milioni circa, il rimborso parziale del Finanziamento OPA per un importo equivalente;
- in correlazione con la distribuzione di cui sopra, e nell'ambito di quanto concordato con i titolari delle obbligazioni a tasso variabile emesse da una società controllata di Impregilo e dalla stessa integralmente garantite, il residuo ammontare a tali obbligazioni, pari a Euro 113,7 milioni circa, è stato rimborsato integralmente nel mese di maggio 2013;
- infine, a seguito di alcune cessioni parziali di azioni ordinarie Impregilo, eseguite dalla controllante Salini nell'ambito dei propri impegni di ripristino di un flottante almeno pari al 10% del capitale azionario in circolazione, la stessa controllante ha destinato le risorse ottenute da tali cessioni, complessivamente pari a Euro 54,1 milioni, all'ulteriore rimborso parziale del Finanziamento OPA.

Tenuto conto della significatività di quanto appresso descritto, e dei relativi effetti di natura finanziaria omogeneamente considerati nella predisposizione del Piano, ai fini del presente Progetto di Fusione l'indebitamento finanziario complessivo consolidato delle Società Partecipanti alla Fusione si presenta sostanzialmente differente rispetto a quanto risultante dalle rispettive situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2012.

Al 31 maggio 2013, la posizione finanziaria netta dei Gruppi si presenta come dettagliato nella tabella di seguito riportata.

Voci che compongono la Posizione finanziaria netta		Posizione finanziaria netta dei due Gruppi al 31 maggio 2013 Valori in € mil.
Disponibilità liquide		859,9
Finanziamenti bancari, altri debiti finanziari e altre componenti della Posizione finanziaria netta		(1.435,1)
Prestiti obbligazionari		(154,2)
Totale Posizione finanziaria netta		(729,4)

Per quanto riguarda, in particolare, le caratteristiche dell'indebitamento finanziario attualmente esistente, si precisa quanto segue:

Finanziamenti bancari, altri debiti finanziari ed altre componenti della Posizione finanziaria netta

Al 31 maggio 2013, i finanziamenti bancari e altri finanziamenti sono stimabili in complessivi Euro 1.435,1 milioni e sono così composti:

Finanziamento OPA

Per far fronte all'esborso complessivo a seguito dell'Offerta, in data 13 marzo 2013 Salini ha sottoscritto con Banca IMI S.p.A. e Natixis S.A. - Succursale di Milano (congiuntamente, le "Banche Finanziatrici") un contratto di finanziamento (il "Contratto di Finanziamento") ai sensi del quale le Banche Finanziatrici hanno concesso a Salini un finanziamento per un importo massimo complessivo pari a Euro 1.410.000.000,00 (il "Finanziamento OPA"), ripartito nelle seguenti *tranche*:

- (a) una *tranche* denominata "Tranche A1", per un importo massimo pari ad Euro 1.130.000.000,00, da utilizzarsi per (i) l'emissione delle garanzie di esatto adempimento (delle obbligazioni di pagamento assunte con l'Offerta), nonché (ii) il pagamento del corrispettivo delle azioni portate in adesione all'Offerta durante il periodo di adesione o, successivamente, durante la riapertura dei termini dell'Offerta medesima; l'importo complessivo è stato utilizzato pertanto per complessivi Euro 1.001.998.160,00;
- (b) una *tranche* denominata "Tranche A2", per un importo massimo pari ad Euro 215.000.000,00, da utilizzarsi, tra l'altro, per (i) il rifinanziamento del prestito, in essere per l'importo in linea capitale pari ad Euro 130.000.000,00, concesso da Natixis S.A. - Succursale di Milano in virtù del contratto di finanziamento sottoscritto con Salini in data 20 febbraio 2012 (come modificato in data 7 agosto 2012 e, in ultimo, in data 20 dicembre 2012), nonché (ii) sostenere i costi accessori correlati all'Offerta; e
- (c) una *tranche* denominata "Tranche A3", per un importo massimo pari ad Euro 65.000.000,00, da utilizzarsi, tra l'altro, ai fini dell'erogazione da parte di Salini di un prestito infragruppo per Euro 65.000.000,00 in favore di Salini Costruttori, finalizzato a consentire a quest'ultima il rimborso di parte del proprio indebitamento a medio-lungo termine (derivante, in particolare, da (i) un contratto di finanziamento sottoscritto in data 5 agosto 2009 con, *inter alios*, Centrobanca S.p.A. per un ammontare originario di Euro 63.000.000,00 e un debito residuo complessivo pari a Euro 27.562.500,00 e (ii) un contratto di finanziamento sottoscritto in data 29 luglio 2010 con Intesa Sanpaolo S.p.A. per un ammontare originario di Euro 50.000.000,00 ed un debito residuo complessivo pari a Euro 37.500.000,00).

Alla data di approvazione del presente Progetto di Fusione, il Finanziamento OPA è in essere per un residuo ammontare in linea capitale pari a complessivi Euro 693,5 milioni. Il rimborso di tale finanziamento è attualmente previsto, in conformità con le previsioni del relativo contratto, per il 31 dicembre 2014. Tuttavia, il contratto prevede la facoltà del debitore di rinviare la data di rimborso del Finanziamento OPA al 30 giugno 2016 a condizione che, *inter alia*, entro il 30 novembre 2014 sia stato rimborsato un importo in linea capitale pari ad almeno il 25% rispetto a quanto effettivamente erogato, al netto del rimborso derivante dai proventi del dividendo 2013 distribuito da Impregilo. Il Finanziamento OPA è assistito, inoltre, da alcune clausole e *covenants* allineati alla prassi di mercato.

Finanziamenti corporate

I finanziamenti *corporate* sono stimati in complessivi Euro 497,9 milioni circa. Tale categoria accoglie un finanziamento su base *cd. revolving* con scadenza il 26 giugno 2014 per complessivi Euro 75.000.000,00, di cui Impregilo è parte e per il quale, per effetto della Fusione, la banca finanziatrice avrebbe la facoltà di dichiarare Impregilo decaduta dal beneficio del termine rispetto a tutte o parte delle obbligazioni di pagamento ivi previste, ovvero di risolvere il contratto medesimo o recedere dallo stesso, con la conseguenza che ogni importo dovuto ai sensi di tale contratto diverrebbe immediatamente esigibile.

I finanziamenti *corporate*, inoltre, accolgono:



- il contratto di finanziamento sottoscritto in data 13 maggio 2013 fra Salini ed un *pool* di finanziatori (Cassa Depositi e Prestiti, BNP Paribas e Banca Popolare di Sondrio) per complessivi Euro 100 milioni, volto a sostenere lo sviluppo delle proprie attività all'estero. Il finanziamento è rimborsabile in 6 anni ed è assistito in parte da una garanzia SACE; e
- il contratto di finanziamento pari a complessivi Euro 75 milioni, erogato dal Gruppo Intesa Sanpaolo in favore di Salini e finalizzato al supporto dei fabbisogni in circolante del progetto riferito alla realizzazione della diga Gibe III (Etiopia). Il finanziamento, che viene rimborsato mediante quote degli incassi dei lavori, ha scadenza 2016. Alla data attuale, il debito residuo in linea capitale è stimabile in Euro 53 milioni circa.

Il residuo importo è costituito da linee di credito e finanziamenti concessi da primari istituti finanziari e regolati da condizioni allineate alla normale prassi di mercato.

Finanziamenti di progetto e altri finanziamenti

I finanziamenti di progetto ed altri finanziamenti accolgono, per un importo complessivamente pari a Euro 243,7 milioni, l'indebitamento esistente a supporto dei fabbisogni di capitale circolante dei principali progetti infrastrutturali in corso di realizzazione da parte di entrambi i Gruppi, per le parti di propria pertinenza e che, ove riferiti a progetti eseguiti in joint venture con *partner* terzi, sono contro-garantiti pro-quota. Il rimborso di questi finanziamenti è previsto nel Piano in coerenza con l'evoluzione della dinamica produttiva e contrattuale con cui si prevede di completare i progetti cui gli stessi finanziamenti sono riferiti.

I finanziamenti di progetto e gli altri finanziamenti comprendono, inoltre, debiti per progetti in concessione per complessivi Euro 9.8 milioni. Il rimborso di tali finanziamenti è previsto nell'ambito dei piani finanziari delle concessioni di riferimento.

Prestiti obbligazionari

Prestito obbligazionario Impregilo International Infrastructures N.V., 2010-2015, da Euro 150.000.000

Il prestito è stato emesso nel mese di novembre 2010 dalla società controllata Impregilo International Infrastructures N.V., è interamente garantito da Impregilo e prevede un tasso di interesse fisso, pari a 6,526%, ed il rimborso in unica soluzione nel mese di novembre 2015. Il prestito è assistito da clausole contrattuali di natura ordinaria ed è quotato presso la Borsa del Lussemburgo.

L'importo di Euro 154,2 milioni è riferito al capitale in scadenza nel 2015, secondo quanto previsto dal metodo del "costo ammortizzato", comprensivo della stima relativa agli interessi maturati e non ancora liquidati.

Si segnala, infine, che, alla data di approvazione del presente Progetto di Fusione, sono in via di finalizzazione da parte della Società Incorporanda le procedure necessarie all'emissione di un prestito obbligazionario, a tasso fisso, con scadenza nell'esercizio 2018, per complessivi Euro 500 milioni circa in linea capitale. Tale operazione, una volta perfezionata, consentirà un'ulteriore ottimizzazione della struttura finanziaria complessiva della società risultante dalla Fusione, anche attraverso l'estinzione anticipata di un corrispondente valore del Finanziamento OPA.

In relazione a tale fattispecie, allo stato ritenuta altamente probabile ancorché non perfezionata, il Piano presuppone che l'emissione obbligazionaria descritta avvenga nel corso del corrente esercizio.




7.3 Il Piano economico finanziario e le risorse finanziarie per il soddisfacimento dell'indebitamento finanziario della Società Incorporante a seguito della Fusione

Gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione ritengono che, successivamente alla Fusione ed in coerenza con le previsioni del Piano e con le risorse che in tale ambito saranno generate, la Società Incorporante disporrà di una capacità patrimoniale e finanziaria adeguata alle necessità rappresentate dalle obbligazioni di natura finanziaria come dettagliate nel precedente paragrafo 7.2. Tale considerazione, come meglio descritto nel seguito, è ritenuta valida anche nell'ipotesi per cui non si finalizzi la prospettata emissione di un nuovo prestito obbligazionario, con scadenza nel 2018, che sostituisca in modo sostanziale il residuo Finanziamento OPA.

Nel grafico che segue è rappresentata l'evoluzione dei flussi finanziari operativi e netti attesi nell'ambito del Piano del nuovo Gruppo, al fine di esprimere una valutazione sulla capacità di adempiere alle obbligazioni di natura finanziaria, tenuto conto di una politica di remunerazione degli azionisti che prevede la distribuzione di dividendi pari a circa il 40% degli utili netti attesi in ciascun esercizio.

Cash Flow - Piano Economico-Finanziario 2013-2016					mln €
Consolidato	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	
Saldo Iniziale Posizione Finanziaria Netta	404	(269)	30	33	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività operative	44	648	551	708	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di investimento (investimenti industriali)	(184)	(297)	(448)	(531)	
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di finanziamento e dalle operazioni rilevanti	(534)	(52)	(101)	(100)	
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110	
di cui Disponibilità Liquide	1,347	1,116	907	947	
di cui Indebitamento Finanziario	(1.616)	(1.086)	(874)	(837)	
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110	

L'analisi dei flussi di cassa attesi evidenzia l'elevato grado di sostenibilità dell'esposizione debitoria del Gruppo, nonché la relativa capacità di far fronte agli impegni verso i propri creditori. La posizione finanziaria netta è attesa in progressivo miglioramento, pur in presenza di un consistente piano di investimenti funzionale allo sviluppo industriale.

7.4 Conclusioni

Come evidenziato dalla sintetica rappresentazione soprariportata, successivamente alla Fusione e secondo le ipotesi contenute nel Piano ed illustrate nella relazione degli Amministratori, le cui principali sono



descritte nel paragrafo 7.1 che precede, le risorse finanziarie generate in tale ambito sono sufficienti per il soddisfacimento delle obbligazioni esistenti a seguito della Fusione.

Tale conclusione è ritenuta valida anche nella denegata ipotesi per cui non si proceda alla finalizzazione dell'emissione obbligazionaria precedentemente descritta e si debba procedere al rimborso del Finanziamento OPA secondo le scadenze precedentemente indicate.

8. DECORRENZA DEGLI EFFETTI DELLA FUSIONE E DELLA IMPUTAZIONE DELLE OPERAZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANDA AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

La Fusione produrrà effetti civilistici a far data dal 1° gennaio 2014 o dalla diversa data eventualmente indicata nell'atto di Fusione. A decorrere dalla data di efficacia della Fusione, Impregilo subentrerà a Salini in tutti i rapporti nei quali Salini era precedentemente parte, assumendone i diritti e gli obblighi.

Ai fini contabili e fiscali, le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dalla suddetta data.

9. EVENTUALE TRATTAMENTO PER PARTICOLARI CATEGORIE DI SOCI E PER I POSSESSORI DI TITOLI DIVERSI DALLE AZIONI - VANTAGGI PARTICOLARI EVENTUALMENTE RISERVATI AGLI AMMINISTRATORI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

Salini è interamente controllata da Salini Costruttori e, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, non vi sono particolari categorie di soci o possessori di titoli emessi da Salini diversi dalle azioni.

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione, il capitale sociale di Impregilo è diviso in n. 404.073.428 azioni, delle quali n. 402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio. Non vi sono particolari categorie di soci oltre agli azionisti di risparmio, né possessori di titoli emessi da Impregilo diversi dalle azioni.

Per gli azionisti di risparmio di Impregilo non sono previsti trattamenti particolari. La Fusione viene realizzata senza necessità di approvazione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Impregilo, in quanto non reca pregiudizio a tale categoria (cfr. i precedenti paragrafi 3 e 5).

Non sono previsti vantaggi particolari a favore degli amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione.

10. CONDIZIONI DELLA FUSIONE

Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee straordinarie rispettivamente di Impregilo e Salini, al verificarsi delle seguenti condizioni:

- (a) la mancata formulazione di un parere contrario dell'Esperto Comune circa la congruità del Rapporto di Cambio;



- (b) l'ottenimento dell'attestazione dell'Esperto Comune, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*bis*, co. 4, cod. civ., circa la ragionevolezza delle indicazioni contenute del Progetto di Bilancio sulle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- (c) il mancato verificarsi - ovvero in caso di mancato avveramento della presente condizione, la mancata rinuncia alla stessa da parte delle Società Partecipanti alla Fusione - entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di situazioni o circostanze straordinarie di qualsiasi natura non ragionevolmente prevedibili alla data del Progetto di Fusione che, alla luce delle situazioni contabili prese in considerazione per la determinazione del Rapporto di Cambio, incidano o siano suscettibili di incidere negativamente in misura sostanziale su una o entrambe le Società Partecipanti alla Fusione e/o sui gruppi ad esse facenti capo e sulle rispettive situazioni patrimoniali, economiche o finanziarie, o sul rispettivo andamento economico o finanziario, o sulle rispettive prospettive future, e sempreché gli effetti previsti non siano determinati da una variazione anche rilevante e sostanziale dei corsi di borsa delle azioni Impregilo.

* * * * *

Sono salve le variazioni, le integrazioni e gli aggiornamenti anche numerici al presente Progetto di Fusione, così come allo statuto della Società Incorporante di cui in allegato, quali consentiti dalla normativa o eventualmente richiesti dalle competenti autorità di vigilanza o dai competenti uffici del registro delle imprese.

* * * * *

Allegati:

1. Relazione resa da PricewaterhouseCoopers S.p.A. ex art. 2501-*bis*, co. 5, cod. civ.
2. Statuto di Impregilo vigente alla data di approvazione del Progetto di Fusione
3. Statuto di Impregilo che avrà efficacia alla data di efficacia della Fusione

Roma - Milano, 24 giugno 2013

Impregilo S.p.A.
Il Presidente del Consiglio di Amministrazione
Dr. Claudio Costamagna



Salini S.p.A.
L'Amministratore Delegato
Dr. Pietro Salini





SALINI SPA E IMPREGILO SPA

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI
DELL'ARTICOLO 2501-BIS, QUINTO COMMA, DEL CODICE
CIVILE**

14



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-BIS, QUINTO COMMA, DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti delle Società

Salini SpA e Impregilo SpA (di seguito il "Gruppo" o le "Società").

- 1 Abbiamo esaminato, ai sensi dell'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile, il piano economico-finanziario relativo al periodo 2013-2016 (di seguito il "Piano") della società risultante dalla progettata fusione (c.d. inversa) per incorporazione in Impregilo SpA di Salini SpA (di seguito la "Fusione") contenente i dati previsionali, le ipotesi e gli elementi posti alla base della sua formulazione, riportato nel Progetto di Fusione approvato dagli Organi Amministrativi delle Società in data 24 giugno 2013.
La responsabilità della redazione del Piano, nonché delle ipotesi e degli elementi posti alla base della sua formulazione, compete agli Organi Amministrativi delle Società.
- 2 Il Piano è stato predisposto dagli Organi Amministrativi delle Società per essere incluso nel Progetto di Fusione e nella Relazione di cui all'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, che illustra e giustifica il Progetto di Fusione tra le Società. Il Piano è basato su un insieme di ipotesi che includono anche assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni che dovranno essere intraprese da parte degli Organi Amministrativi. Le principali assunzioni relative al periodo 2013-2016 sono state evidenziate nel successivo paragrafo 3.
- 3 Il Piano è stato redatto su base consolidata, assumendo l'avvenuta esecuzione della Fusione, utilizzando i principi contabili internazionali IAS/IFRS adottati dal Gruppo, in continuità con i bilanci consolidati delle Società al 31 dicembre 2012. La situazione patrimoniale di riferimento per la costruzione del Piano è riferita alla data del 31 dicembre 2012. Al fine di una più omogenea rappresentazione delle grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie del Gruppo successivamente alla Fusione, la situazione patrimoniale e finanziaria consolidata del Gruppo Salini al 31 dicembre 2012 considera, a livello di ipotesi, il consolidamento integrale del Gruppo Impregilo, evidenziando la quota di patrimonio netto che a tale data era di pertinenza degli azionisti diversi da Salini quale patrimonio netto di terzi. Inoltre si evidenzia che il processo di *Purchase Price Allocation*, previsto in caso di cambio di controllo secondo i principi contabili applicati, è ancora in corso e verrà completato nei termini previsti dai principi contabili stessi. Ai fini del Piano, la differenza emergente fra il *fair value* del prezzo sostenuto per l'acquisizione del controllo ed il *fair value* delle attività nette acquisite è stata determinata sulla base della situazione patrimoniale consolidata della Impregilo SpA alla data di acquisizione del controllo ed è stata preliminarmente allocata quale componente positivo del Patrimonio Netto consolidato. Il completamento del processo di *Purchase Price Allocation* potrà condurre ad una più puntuale allocazione dei valori a specifiche attività, passività o passività potenziali. Tuttavia il suddetto completamento del processo non influisce sulla dinamica dei flussi di cassa e della posizione finanziaria netta della società risultante dalla fusione. Qualora venisse deciso l'affrancamento fiscale dei valori emergenti dal processo di

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 139644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: Ancona 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - Bari 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - Bologna Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - Brescia 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - Catania 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - Firenze 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - Genova 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - Napoli 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - Padova 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - Parma 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - Torino 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - Trento 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - Udine 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001



Purchase Price Allocation, potrebbero esservi effetti positivi sui flussi finanziari complessivi del periodo di Piano.

Il Piano si basa sulle seguenti principali assunzioni relativamente al periodo 2013-2016:

- a. I flussi economici e finanziari attesi per il periodo di Piano 2013-2016 sono stati elaborati tenendo conto:
- i. dei cronoprogrammi delle singole commesse già presenti al 31 dicembre 2012 nel portafoglio dei lavori di costruzione delle società partecipanti alla fusione (*backlog*). Il portafoglio ordini a fine 2012 ammonta a 19,9 miliardi di euro e contribuirà per oltre il 60% alle previsioni economiche di Piano 2013-2016 (ricavi e margini Ebitda ed Ebit) ovvero per circa 13,8 miliardi di euro in termini di ricavi nel periodo 2013-2016. Tali ricavi sono stati stimati secondo previsioni dettagliate per il singolo progetto in base alle informazioni disponibili a maggio 2013;
 - ii. delle previsioni di acquisizione delle nuove commesse nel corso del periodo di Piano in base ad una rigorosa selezione delle opportunità commerciali seguendo ben precisi parametri di redditività e di generazione di cassa stabiliti come criteri guida per le future iniziative commerciali sempre più orientate all'acquisizione di grandi commesse e al rafforzamento della presenza in paesi ben identificati, che offrono un elevato potenziale di sviluppo, tenendo anche in considerazione l'accordo strategico e commerciale sottoscritto tra i due Gruppi; durante l'intero arco di piano, si prevedono ricavi cumulati in complessivi 23,3 miliardi di euro, una raccolta dei nuovi ordini pari a 29,8 miliardi di euro e un rapporto tra nuovi ordini e ricavi (*book-to-bill*) superiore all'unità. I relativi ricavi sono previsti nel Piano secondo il principio del *cost to cost* utilizzato in sede di redazione del bilancio; il margine operativo (EBIT) di progetto (prima dei costi centrali) relativo ai progetti di futura acquisizione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattuali previsti, inferiore rispetto alla media 2013 - 2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012 (era pari al 10,9% al netto delle previsioni riferite alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina) e coerente con le ipotesi dei nuovi ordini secondo quanto previsto dall'accordo commerciale Impregilo-Salini;
 - iii. della stima delle sinergie di costo ottenibili attraverso interventi mirati al recupero di efficienza in specifiche aree funzionali. A questo proposito, si stima che il valore delle sinergie a regime (a partire dal 2016) possa raggiungere i 100 milioni di euro all'anno. Le sinergie potenziali identificate fanno riferimento principalmente a: (i) risparmi su acquisti di cantiere, acquisti di servizi per i cantieri e costi centrali; (ii) risparmi su acquisti e una migliore rotazione di macchine e impianti;
 - iv. dell'incremento dei costi centrali netti in valore assoluto e su base annua sebbene, per effetto delle economie di scala, l'incidenza percentuale di tali costi rispetto ai ricavi complessivi si riduca progressivamente lungo l'orizzonte temporale del Piano (dal 3,8% nel 2013 al 3,0% nel 2016);

- v. dei costi non ricorrenti legati all'operazione di fusione e stimati in circa 25 milioni di euro;
- vi. degli investimenti previsti che, relativamente al *backlog*, sono stati stimati in linea col cronoprogramma dei diversi progetti e includono una spesa complessiva nel periodo di Piano pari a 192 milioni di euro e, relativamente alle nuove acquisizioni, sono stati stimati pari al 2,8% del valore dell'*order intake* per i progetti italiani e al 6,5% dell'*order intake* per i progetti esteri che considerano una minore incidenza media dei *sub-contractos* rispetto ai progetti italiani, per un valore complessivamente equivalente ad investimenti medi, per ciascun anno di Piano, per circa 325 milioni di euro. Relativamente agli investimenti in concessioni e in altri business si prevede un importo complessivo pari a circa 256 milioni di euro (complessivi di concessioni in *backlog* e *new order intake*);
- vii. della dinamica del circolante nel periodo 2013-2016, stimata ipotizzando giorni medi di incasso e di pagamento costanti negli anni di Piano ed in linea con la media storica delle due società, valutando assunzioni specifiche su alcuni progetti siti in determinate aree geografiche. Infine, per i progetti in portafoglio a fine 2012, sono state considerate le dinamiche di rimborso degli anticipi in coerenza con i preventivi delle relative commesse, mentre, per i nuovi progetti che saranno acquisiti nel periodo 2013-2016, è stata considerata un'ipotesi di anticipi pari al 10% del valore della singola commessa nei progetti in Africa, EU e Asia, al 7% nel resto del mondo e nullo in Italia;
- viii. della stima degli ammortamenti sulla base della vita economico-tecnica prevista;
- ix. della stima dei proventi ed oneri finanziari in base all'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto;
- x. della stima delle imposte determinata con una tassazione annua media del 33% dell'EBT.

b. Operazioni di particolare rilevanza o di natura non ricorrente

Il Piano riflette le previsioni di sviluppo delle attività delle costruzioni in coerenza con la scelta strategica operata dal management di focalizzazione sul core business delle costruzioni e pertanto incorpora gli effetti delle operazioni di natura non ricorrente per le quali si prevedono incassi netti pari a complessivi 551 milioni di euro circa nel 2013 e 128 milioni di euro circa nel 2014, da realizzarsi anche attraverso (a) la cessione delle partecipazioni del business "Impianti", (b) la valorizzazione, realizzabile anche attraverso la cessione, di alcune partecipazioni in progetti in concessioni c.d. *greenfield*, (c) l'incasso delle pretese risarcitorie vantate dal Gruppo Impregilo nei confronti della pubblica amministrazione e riferite ai costi sostenuti in passato per la realizzazione nella regione Campania degli impianti ex-CDR per la parte non ancora ammortizzata alla data di risoluzione ex-lege dei relativi contratti di affidamento dei servizi di smaltimento rifiuti e (iv) dei crediti vantati dal Gruppo Impregilo verso le pubbliche amministrazioni campane e riferiti all'attività di gestione degli impianti ex-CDR per il periodo transitorio di gestione commissariale.



Una parte di tali incassi è relativa alla vendita del 6,5% della partecipazione residua in EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A. (187 milioni di euro), già realizzata nella prima parte dell'esercizio 2013.

Sono stimati, inoltre, costi per complessivi 100 milioni di euro riferiti agli oneri accessori all'acquisizione del controllo di Salini su Impregilo ed al rifinanziamento del debito con prevista emissione di un prestito obbligazionario (*bond*) da complessivi 500 milioni di euro.

c. Altre assunzioni

Nel Piano consolidato è stata considerata un'ipotesi di *payout ratio* del 40% nel periodo 2014-2016.

d. Analisi di variabilità

Il Management delle Società ha ritenuto opportuno effettuare alcune considerazioni aggiuntive con riferimento alla variabilità dei risultati prospettati; tali analisi sono state svolte in funzione del verificarsi di talune situazioni secondo profili quantitativi o temporali differenti rispetto a quanto ad oggi ritenuto dal Management ragionevolmente prevedibile.

In particolare tali analisi di variabilità sono state effettuate con riferimento:

- i. alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*");
- ii. ai ricavi ed ai margini operativi attesi nel periodo di Piano in merito alle commesse di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*");
- iii. alle attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi;
- iv. ad alcuni contenziosi, la cui tempistica di incasso potrebbe subire slittamenti per effetto della differente manifestazione delle relative dinamiche contenziose e/o esecutive rispetto a quanto ipotizzato nel Piano. Tali aspetti sono stati analizzati con particolare riferimento all'incasso, previsto a Piano nel 2014, della penale (97 milioni di euro, al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina stipulato tra lo Stato Italiano e la società Eurolink S.C.p.A. ed all'incasso dei crediti derivanti dal contenzioso Fibe – CDR Campania per 205 milioni di euro e per 53 milioni di euro previsti a Piano rispettivamente nel 2013 e nel 2014. La tempistica precisa di tali incassi potrebbe subire slittamenti per effetto della differente manifestazione delle relative dinamiche contenziose e/o esecutive rispetto a quanto ipotizzato nel Piano;
- v. alla vendita, prevista nel corso del 2013, di alcune partecipazioni del settore Impianti e delle concessioni italiane, cui potrebbe essere attribuito un maggior grado di incertezza rispetto alle altre ipotesi di dismissione considerate nel Piano.



Assurance Engagements (ISAE) 3400 - "The Examination of Prospective Financial Information" emesso dall'IFAC - *International Federation of Accountants* che rappresenta uno standard di riferimento per tale tipologia di lavori.

- 5 Sulla base dell'esame degli elementi probativi a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione del Piano, come descritti dagli Organi Amministrativi nelle note di corredo al Piano, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che le suddette ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione del Piano. Inoltre, a nostro giudizio, il Piano è stato predisposto utilizzando coerentemente le ipotesi e gli elementi sopra citati ed è stato elaborato sulla base di principi contabili omogenei rispetto a quelli applicati dalle Società per la predisposizione dei bilanci consolidati.
- 6 Va tuttavia evidenziato 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, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati nel Piano potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche, descritte in sintesi al precedente paragrafo 3, si manifestassero.
- 7 La presente relazione è stata predisposta ai soli fini di quanto previsto dall'articolo 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile, nell'ambito del Progetto di Fusione e non può essere utilizzata in tutto o in parte per altri scopi.
- 8 Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

Milano, 28 giugno 2013

PricewaterhouseCoopers SpA

Andrea Brivio
(Revisore legale)

Allegato 2

Statuto di Impregilo vigente alla data di approvazione del Progetto di Fusione

STATUTO

DENOMINAZIONE=OGGETTO=SEDE=DURATA

1) E' costituita una Società per Azioni con la denominazione:

"IMPREGILO S.p.A."

2) La Società ha per oggetto: la costruzione, in proprio e per conto di terzi, di opere stradali, portuali, idrauliche, idroelettriche, edilizie, ferroviarie, ed in genere ogni costruzione di ingegneria civile in Italia ed all'Estero.

La società potrà intraprendere e compiere tutte le operazioni od affari commerciali, industriali e finanziari, mobiliari ed immobiliari ritenuti necessari ed utili per il conseguimento dell'oggetto sociale, ivi inclusa l'attività di studio, di progettazione e di consulenza nei settori in cui la società opera.

Essa potrà assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze e partecipazioni in altre società od imprese aventi oggetto analogo od affine o connesso al proprio.

Essa può pure prestare avalli, fidejussioni e garanzie, anche reali e ciò anche per debiti di terzi.

3) La Società ha sede in Milano.

La Società potrà istituire una sede amministrativa o tecnica, nonché sedi secondarie, succursali, agenzie o rappresentanze in Italia ed all'Estero.

4) Per i loro rapporti con la Società, il domicilio dei Soci, degli Amministratori, dei Sindaci e del soggetto incaricato della revisione contabile – comprensivo anche, se posseduti, dei propri riferimenti telefonici, di telefax e di posta elettronica – è quello che risulta dai libri sociali; è onere del socio, dell'Amministratore, del Sindaco e del soggetto incaricato della revisione contabile comunicarlo per l'iscrizione nei libri sociali, nonché comunicare altresì gli eventuali cambiamenti.

5) La durata della Società è stabilita fino al 31 dicembre 2050.

Tale durata potrà essere prorogata una o più volte con deliberazione dell'assemblea degli azionisti.

CAPITALE SOCIALE=OBBLIGAZIONI

6) Il capitale sociale è di euro 718.364.456,72 (settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattromilaquattrocentocinquanta-sei virgola settantadue) diviso in n. 404.073.428 (quattrocentoquattromilionisettantatremilaquattrocentoventotto) azioni, delle quali n. 402.457.937 (quattrocentoduemilioniquattrocentocinquantasettemilanovecentotrentasette) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.

7) Con deliberazione dell'assemblea, il capitale sociale potrà essere aumentato mediante emissione di nuove azioni, anche fornite di diritti diversi da quelli delle azioni già emesse.

La deliberazione di aumento del capitale sociale, assunta con le maggioranze di cui agli artt. 2368 e 2369 Codice Civile, può escludere il diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società

incaricata della revisione contabile.

L'assemblea potrà deliberare l'emissione di obbligazioni, formulando il regolamento relativo.

8) Le azioni di risparmio, emesse ai sensi di legge, sono prive del diritto di voto, privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale, fornite delle caratteristiche previste dal presente articolo, dall'art. 32 e, per quanto in essi non previsto, dalla legge.

Le azioni di risparmio possono essere al portatore, salvo quanto disposto dal secondo comma dell'art. 2354 Codice Civile; a richiesta ed a spese dell'azionista possono essere convertite in titoli nominativi e viceversa.

Le azioni di risparmio appartenenti agli Amministratori, ai Sindaci e ai Direttori Generali devono essere nominative.

Le azioni di risparmio, salvo quanto stabilito dal presente statuto o dalla legge, attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie.

I possessori delle azioni di risparmio non hanno diritto ad intervenire alle assemblee della Società né quello di chiederne la convocazione.

L'assemblea speciale dei possessori delle azioni di risparmio è regolata dalle disposizioni di legge.

In caso di distribuzione di riserve, le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle azioni ordinarie.

Allo scioglimento della Società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di euro 5,2 per azione. Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari (come anche nel caso di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti di risparmio rispetto alla situazione in cui le azioni avessero valore nominale), tale importo fisso per azione sarà modificato in modo conseguente.

La riduzione del capitale sociale per perdite non ha effetto sulle azioni di risparmio, se non per la parte delle perdite che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni.

Al fine di assicurare al rappresentante comune delle azioni di risparmio adeguata informazione sulle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria, al medesimo saranno tempestivamente inviate, a cura dei legali rappresentanti della società, le comunicazioni concernenti tali operazioni.

In caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio, queste ultime manterranno invariate le caratteristiche e i diritti previsti dalla legge e dallo statuto.

9) L'assemblea potrà deliberare la riduzione del capitale sociale anche mediante assegnazione a soci di determinate attività sociali o di azioni o di quote di altre società od aziende, alle quali essa partecipi.

DIRITTO DI RECESSO

10) Il recesso potrà essere esercitato dal socio nei casi previsti dalla legge.

Non compete tuttavia il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti la proroga del termine di durata.

Il socio che intende esercitare il diritto di recesso dovrà darne comunicazione a mezzo lettera raccomandata A.R. al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale, vincolando ai fini del recesso le azioni per le quali esercita il recesso stesso presso un intermediario abilitato.

La lettera raccomandata dovrà essere spedita agli organi sopra indicati entro 15 giorni da quello in cui è stata iscritta nel Registro delle Imprese la deliberazione che legittima

il recesso, oppure nel caso in cui il fatto che legittima il recesso sia diverso da una deliberazione, entro 30 giorni dal giorno in cui il socio recedente dimostri di essere venuto a conoscenza del fatto che legittima il suo diritto di recesso.

Gli Amministratori dovranno annotare senza indugio nel libro soci l'avvenuto ricevimento della comunicazione di recesso.

Il diritto di recesso avrà effetto nei confronti della Società il quindicesimo giorno successivo alla data in cui è stata ricevuta l'ultima delle raccomandate A.R. inviate dal socio recedente a norma del terzo capoverso del presente articolo, salvo quanto previsto dall'ultimo comma dell'art. 2437 bis Codice Civile.

ASSEMBLEA

11) L'assemblea regolarmente costituita rappresenta l'universalità dei soci e le sue deliberazioni, prese in conformità dello statuto e della legge, obbligano tutti i soci ancorchè non intervenuti o dissenzienti.

12) L'assemblea potrà essere convocata anche in località diversa dalla sede sociale, in Italia. In sede ordinaria essa è convocata ogni anno entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale ed al massimo entro centottanta giorni qualora ricorrano le condizioni di legge. L'assemblea è convocata sia in via ordinaria che straordinaria ogni volta che il Consiglio di Amministrazione lo ritenga opportuno e nei casi previsti dalla normativa anche regolamentare vigente. Essa, inoltre, assume le delibere autorizzative previste nelle procedure per le operazioni con parti correlate adottate dalla Società, ivi incluse le delibere in caso di urgenza secondo le modalità semplificate consentite dalla disciplina anche regolamentare vigente.

13) Ogni azione ordinaria dà diritto ad un voto.

14) Ogni titolare del diritto di voto che abbia diritto di intervenire all'assemblea può farsi rappresentare per delega scritta da altra persona a sensi di legge. Spetta al Presidente dell'assemblea constatare la regolarità delle deleghe ed il diritto dei presenti a partecipare all'Assemblea.

15) L'assemblea, sia ordinaria sia straordinaria, è costituita e delibera secondo le norme di legge.

Per la nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale si applica quanto previsto rispettivamente all'art. 20 e all'art. 29.

16) Le convocazioni delle assemblee sono fatte con la pubblicazione dell'avviso contenente le informazioni previste dalla vigente disciplina nei termini di legge:

- sul sito internet della Società;
- ove necessario per disposizione inderogabile o deciso dagli amministratori, sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, oppure sul quotidiano "Corriere della Sera";
- con le altre modalità previste dalla disciplina anche regolamentare pro tempore vigente.

Nell'avviso di convocazione può essere indicato il giorno della seconda convocazione e delle eventuali successive convocazioni.

La documentazione rilasciata per l'ammissione all'assemblea di prima convocazione, è valevole anche per le ulteriori convocazioni.

Il Consiglio di Amministrazione può tuttavia stabilire, qualora ne ravvisi l'opportunità e dandone espressa indicazione nell'avviso di convocazione, che sia l'assemblea ordinaria sia quella straordinaria si tengano in unica convocazione.

La notifica alla Società della delega per la partecipazione all'assemblea può avvenire

anche mediante invio del documento all'indirizzo di posta elettronica indicato nell'avviso di convocazione."

17) L'assemblea è presieduta dal Presidente del Consiglio di Amministrazione o, in sua assenza, da uno dei Vice Presidenti.

In mancanza la designazione sarà fatta dall'assemblea fra gli amministratori od i soci presenti.

18) Il Presidente dell'assemblea ha pieni poteri per accertare il diritto dei titolari del diritto di voto a partecipare all'adunanza, in particolare la regolarità delle deleghe, per constatare se l'assemblea sia regolarmente costituita ed il numero per deliberare, per dirigere e regolare la discussione e per stabilire le modalità della votazione.

L'assemblea nomina un segretario anche non azionista e, se creda opportuno, sceglierà due scrutatori fra gli azionisti ed i sindaci.

19) Le deliberazioni dell'assemblea devono constare da verbale trascritto in apposito libro, firmato dal Presidente, dal segretario e dagli scrutatori, se nominati.

Il verbale dell'assemblea, se redatto da Notaio, sarà successivamente trascritto nel libro.

AMMINISTRAZIONE=RAPPRESENTANZA

20) La Società è amministrata da un Consiglio composto da quindici membri.

L'assunzione della carica di Amministratore è subordinata al possesso dei requisiti prescritti dalle disposizioni legislative e regolamentari di volta in volta vigenti per l'assunzione della carica.

L'elezione dei membri del Consiglio di Amministrazione avverrà, nel rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra genere, sulla base di liste presentate dai soci, con le modalità di seguito specificate, nelle quali i candidati dovranno essere elencati mediante un numero progressivo.

Ciascuna lista dovrà includere, a pena di decadenza, almeno due candidati in possesso dei requisiti d'indipendenza prescritti dalla legge, indicandoli distintamente e inserendo uno di essi al primo posto della lista.

Le liste dovranno essere presentate, come sarà altresì indicato nell'avviso di convocazione, presso la sede della società almeno venticinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 D.Lgs. 58/1998, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 del D.Lgs. 58/1998 non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista né possono votare, neppure per interposta persona o società fiduciaria, liste diverse ed ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni ed i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Avranno diritto di presentare le liste soltanto i soci che, da soli o insieme ad altri soci, siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti almeno il 2% del capitale sociale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, ovvero della misura inferiore eventualmente stabilita da inderogabili disposizioni di legge o regolamentari.

Unitamente a ciascuna lista, entro i rispettivi termini sopra indicati, dovranno depositarsi (i) le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti per le rispettive cariche; (ii) un *curriculum vitae* riguardante le caratteristiche personali e professionali di ciascun candidato con l'eventuale indicazione dell'idoneità dello stesso

a qualificarsi come indipendente e degli incarichi di amministrazione e controllo ricoperti presso altre società; (iii) le ulteriori informazioni che, richieste dalle disposizioni di legge e di regolamento di volta in volta applicabili, verranno indicate nell'avviso di convocazione dell'assemblea.

Dovrà inoltre essere depositata, entro il termine previsto dalla disciplina applicabile per la pubblicazione delle liste da parte della Società, l'apposita certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge comprovante la titolarità, al momento del deposito presso la Società della lista, del numero di azioni necessario alla presentazione stessa.

Le liste che presentino un numero di candidati pari o superiore a tre devono essere composte da candidati appartenenti ad entrambi i generi, in modo che appartengano al genere meno rappresentato almeno un quinto (in occasione del primo mandato successivo al 12 agosto 2012) e poi un terzo (comunque arrotondati all'eccesso) dei candidati.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

Alla elezione del Consiglio di Amministrazione si procederà come di seguito precisato:

a) qualora vi sia almeno una lista che abbia riportato un numero di voti rappresentativi di almeno il 29% del capitale sociale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, dalla lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti verranno tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, n. 14 Amministratori da eleggere, mentre n. 1 Amministratore verrà tratto dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con coloro che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. Resta peraltro inteso che, laddove le prime due liste abbiano riportato lo stesso numero di voti, da ciascuna di dette liste verranno estratti, nell'ordine progressivo con il quale sono stati elencati nella lista stessa, n. 7 Amministratori, mentre n. 1 Amministratore sarà tratto dalla lista che per numero di voti sia risultata terza e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con coloro che hanno presentato o votato le liste che hanno ottenuto il maggior numero di voti; qualora siano state presentate solo due liste, dovrà essere eletto come 15° Amministratore il candidato più anziano tra quelli che non siano già stati tratti dalle prime due liste;

b) qualora nessuna lista abbia riportato un numero di voti rappresentativi di almeno il 29% del capitale sociale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, i n. 15 Amministratori saranno tratti da tutte le liste presentate come segue: i voti ottenuti dalle liste saranno divisi successivamente per numeri interi progressivi da uno a quindici. I quozienti così ottenuti saranno assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna lista, secondo l'ordine dalle stesse rispettivamente previsto. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste verranno disposti in un'unica graduatoria decrescente. Risulteranno eletti coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati. Nel caso in cui 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.

Al fine del riparto degli Amministratori da eleggere, non si terrà conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle liste.

Qualora con i candidati eletti con le modalità sopra indicate non sia assicurata la composizione del Consiglio di Amministrazione conforme alla disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi, il candidato del genere più rappresentato eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che ha riportato il maggior numero di voti sarà sostituito dal primo candidato del genere meno rappresentato non eletto della stessa lista secondo l'ordine progressivo. A tale procedura di sostituzione si farà luogo sino a che non sia assicurata la composizione del Consiglio di Amministrazione

conforme alla disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi. Qualora infine detta procedura non assicuri il risultato da ultimo indicato, la sostituzione avverrà con delibera assunta dall'Assemblea a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature di soggetti appartenenti al genere meno rappresentato.

Nel caso in cui non venga presentata o ammessa alcuna lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, senza osservare il procedimento sopra previsto, in modo comunque da assicurare la presenza del numero necessario di Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge, ed il rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

Il procedimento del voto di lista si applica solo in caso di nomina dell'intero Consiglio di Amministrazione.

Se nel corso dell'esercizio vengono a mancare uno o più Amministratori, purché la maggioranza sia sempre costituita da Amministratori nominati dall'Assemblea, il Consiglio di Amministrazione provvederà alla loro sostituzione ai sensi dell'articolo 2386 del codice civile nominando, secondo l'ordine progressivo, candidati tratti dalla lista cui apparteneva l'Amministratore venuto meno e che siano tuttora eleggibili e disposti ad accettare la carica. In ogni caso la sostituzione degli Amministratori cessati dalla carica viene effettuata da parte del Consiglio di Amministrazione (i) assicurando la presenza del numero necessario di Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e (ii) il rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

Se viene meno la maggioranza degli Amministratori nominati dall'Assemblea, i restanti Amministratori si intendono cessati con effetto dal momento in cui il Consiglio di Amministrazione è stato ricostituito per nomina assembleare.

Fino a contraria deliberazione dell'assemblea gli Amministratori non sono vincolati dal divieto di cui all'art. 2390 Codice Civile.

Ai membri del Consiglio spetta il rimborso delle spese sostenute per ragione del loro ufficio.

L'assemblea determina il compenso spettante al Consiglio di Amministrazione e può determinare le modalità di riparto tra gli amministratori, ove il compenso sia stato determinato in misura complessiva.

La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche è stabilita dal Consiglio di Amministrazione sentito il parere del Collegio Sindacale.

21) Il Consiglio di Amministrazione elegge tra i suoi membri un Presidente ed eventualmente uno o due Vice Presidenti che sostituiscano il Presidente nei casi di assenza o di impedimento.

Elegge pure un segretario che può essere scelto anche tra i non appartenenti al Consiglio.

In caso di assenza del Presidente, dei Vice Presidenti e del segretario, il Consiglio designa, per ogni seduta, chi dei suoi membri deve fungere da Presidente e da segretario.

22) Il Consiglio si riunisce presso la sede sociale o in qualsiasi altra località indicata nell'avviso di convocazione, su invito del Presidente o, in sua assenza, di un Vice Presidente, se nominato, o di un Amministratore Delegato.

La convocazione dovrà essere effettuata con comunicazione scritta contenente l'Ordine del Giorno, inviata anche solo a mezzo fax o posta elettronica a tutti gli Amministratori in carica ed ai Sindaci effettivi, almeno sei giorni prima del giorno fissato per la riunione ovvero in caso di urgenza almeno un giorno prima.

Il Consiglio dovrà essere convocato quando ne sia fatta richiesta scritta da almeno due Amministratori, inviata, secondo il caso, ad una delle persone indicate nel primo comma, contenente l'elenco delle materie da trattare.

Il Consiglio di Amministrazione può inoltre essere convocato, previa comunicazione al Presidente del Consiglio di Amministrazione stesso, da almeno un Sindaco.

La seduta di Consiglio dovrà avere luogo entro 10 giorni dal ricevimento della richiesta. La partecipazione e l'assistenza alle riunioni del Consiglio di Amministrazione può avvenire anche con intervenuti dislocati in più luoghi, contigui o distanti, audio e/o video collegati, a condizione che siano rispettati il metodo collegiale e i principi di buona fede e di parità di trattamento degli intervenuti. In particolare, è necessario che:

- (i) sia consentito al Presidente accertare l'identità e la legittimazione degli intervenuti, regolare lo svolgimento dell'adunanza, constatare e proclamare i risultati della votazione;
- (ii) sia consentito al soggetto verbalizzante di percepire adeguatamente gli eventi consiliari oggetto di verbalizzazione;
- (iii) sia consentito agli intervenuti di essere compiutamente informati, partecipare alla discussione e alla votazione simultanea sugli argomenti all'ordine del giorno;

Il Consiglio si considera tenuto nel luogo in cui si trovano il Presidente ed il Segretario della riunione onde consentire la stesura del verbale, sottoscritto da entrambi.

Gli Amministratori cui sono state conferite deleghe riferiscono tempestivamente e con periodicità almeno trimestrale al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla Società o dalle sue controllate, a sensi di legge.

La comunicazione viene effettuata verbalmente in occasione delle riunioni consiliari e del Comitato Esecutivo, ovvero con comunicazione scritta e/o verbale e/o telefonica al Presidente del Collegio Sindacale, qualora particolari esigenze di tempestività lo rendano preferibile.

Gli Amministratori devono dare notizia agli altri Amministratori ed al Collegio Sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbiano in una determinata operazione, il tutto ai sensi di legge.

23) Per la validità delle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione, occorre la presenza della maggioranza dei Consiglieri in carica.

Le deliberazioni sono prese a maggioranza assoluta di voti dei presenti.

24) Il Consiglio è investito dei più ampi poteri per la gestione ordinaria e straordinaria della società senza eccezioni di sorta ed ha facoltà di compiere tutti gli atti che riterrà opportuni per lo svolgimento di tutte le attività costituenti l'oggetto sociale o strumentali allo stesso, esclusi soltanto quelli che la legge in modo tassativo riserva all'assemblea.

Il Consiglio di Amministrazione potrà pertanto deliberare la istituzione o soppressione – in Italia ed all'estero – di sedi secondarie con rappresentanza stabile, la riduzione del capitale sociale in caso di recesso dei soci, l'adeguamento dello statuto a disposizioni normative, il trasferimento della sede legale nell'ambito del territorio nazionale nonché la fusione per incorporazione di una società interamente controllata o partecipata in misura almeno pari al 90% del suo capitale, il tutto nel rispetto delle previsioni di cui agli articoli 2505 e 2505 bis Codice Civile.

Nel rispetto di quanto previsto nelle procedure per le operazioni con parti correlate adottate dalla Società, per il caso di urgenza, anche collegata a situazioni di crisi aziendale, le operazioni con parti correlate possono essere compiute secondo le modalità semplificate consentite dalla disciplina anche regolamentare vigente.

25) Il Consiglio può delegare tutte o parte delle sue attribuzioni, ad esso non riservate dalla legge, ad un Comitato Esecutivo, composto da un numero di membri inferiore alla metà dei componenti il Consiglio medesimo in essi compreso l'Amministratore Delegato il quale svolge il ruolo di Presidente del Comitato Esecutivo.

I membri del Collegio Sindacale assistono alle riunioni del Comitato Esecutivo e lo

stesso può essere convocato, dal Presidente del comitato stesso ogni qualvolta lo ritenga opportuno o su richiesta di un altro membro del Comitato Esecutivo ovvero di almeno un sindaco.

Il Consiglio può inoltre delegare parte dei suoi poteri ad uno o più Consiglieri. Può inoltre nominare Direttori e Procuratori, scelti anche fra persone non facenti parte del Consiglio di Amministrazione, determinandone i poteri.

26) Il Consiglio nomina, e revoca, previo parere del Collegio sindacale, un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, determinandone la durata e il compenso e scegliendolo tra soggetti che abbiano maturato un'esperienza complessiva di almeno un triennio nell'esercizio di (a) attività di amministrazione e finanza o di amministrazione e controllo ovvero funzioni dirigenziali con competenze in materia finanziaria, contabile e di controllo, presso società di capitali che abbiano un capitale sociale non inferiore a due milioni di Euro o consorzi tra società di capitali che abbiano complessivamente un capitale sociale non inferiore a due milioni di Euro, ovvero (b) attività professionali in materie giuridiche, economiche, finanziarie, strettamente attinenti all'attività dell'impresa ovvero (c) funzioni dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni operanti nei settori creditizio, finanziario e assicurativo o comunque in settori d'attività strettamente attinenti a quello della Società.

Per materie e settori di attività strettamente attinenti a quelli dell'impresa esercitata dalla Società si intendono le materie e i settori di cui all'art. 29, ultimo comma.

27) Le deliberazioni del Consiglio e del Comitato saranno trascritte in appositi libri ed i relativi verbali saranno trascritti dal Presidente e dal Segretario.

28) La rappresentanza legale e la firma di fronte ai terzi ed in giudizio spettano congiuntamente al Presidente, e all'Amministratore Delegato ovvero in caso di assenza o impedimento del Presidente, da ciascuno dei Vice Presidenti, se nominati.

Fermo restando quanto sopra, la rappresentanza legale e la relativa firma potranno essere conferite dal Consiglio anche ad altri suoi membri.

COLLEGIO SINDACALE

29) L'assemblea elegge il Collegio Sindacale, costituito da tre sindaci effettivi e due supplenti.

I Sindaci devono essere in possesso dei requisiti previsti dalla legge, dallo statuto e da altre disposizioni applicabili.

La nomina del Collegio Sindacale avviene, nel rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi, sulla base di liste presentate dai soci secondo le modalità e nel rispetto dei limiti di seguito indicati. In ciascuna lista i candidati sono elencati mediante 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. La lista dovrà indicare almeno un candidato alla carica di Sindaco effettivo e un candidato alla carica di Sindaco supplente, e potrà contenere fino ad un massimo di tre candidati alla carica di Sindaco effettivo e di due candidati alla carica di Sindaco supplente.

Le liste presentate dai soci dovranno essere depositate, secondo quanto indicato nell'avviso di convocazione dell'Assemblea, presso la sede della Società, a disposizione di chiunque ne faccia richiesta. Il deposito dovrà essere effettuato almeno venticinque giorni prima di quello fissato per l'Assemblea in prima convocazione, salvo i diversi termini inderogabilmente previsti dalle disposizioni di legge e di regolamento.

Le liste che presentino un numero complessivo di candidati pari o superiore a tre devono essere composte da candidati appartenenti ad entrambi i generi, in modo che

appartengano al genere meno rappresentato nella lista stessa almeno un quinto (in occasione del primo mandato successivo al 12 agosto 2012) e poi un terzo (comunque arrotondati all'eccesso) dei candidati alla carica di Sindaco effettivo e almeno un quinto (in occasione del primo mandato successivo al 12 agosto 2012) e poi un terzo (comunque arrotondati all'eccesso) dei candidati alla carica di Sindaco supplente.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista né possono votare, neppure per interposta persona o società fiduciaria, liste diverse ed ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni ed i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Avranno diritto di presentare le liste i soci che, da soli o insieme ad altri soci, siano complessivamente titolari al momento della presentazione della lista, della quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste in materia di elezione dei componenti del Consiglio di Amministrazione della Società.

Unitamente a ciascuna lista, entro i termini sopra indicati, dovranno depositarsi (i) le informazioni relative all'identità dei soci che hanno presentato le liste (ii) le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti dalle vigenti disposizioni per l'assunzione delle rispettive cariche, ivi incluso il rispetto dei limiti al cumulo degli incarichi stabiliti dalle disposizioni di legge e di regolamento vigenti, (iii) un *curriculum vitae* di ciascun candidato, ove siano esaurientemente riportate le caratteristiche personali e professionali dello stesso, nonché (iv) le ulteriori informazioni richieste dalle disposizioni di legge e di regolamento, che verranno indicate nell'avviso di convocazione dell'Assemblea.

Dovrà inoltre essere depositata, entro il termine previsto dalla disciplina applicabile per la pubblicazione delle liste da parte della Società, l'apposita certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge comprovante la titolarità, al momento del deposito presso la Società della lista, del numero di azioni necessario alla presentazione stessa.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

Non possono essere inseriti nelle liste candidati per i quali ricorrano cause di ineleggibilità o di incompatibilità oppure che non siano in possesso dei requisiti stabiliti dalle normative applicabili oppure eccedano i limiti al cumulo degli incarichi stabiliti dalle disposizioni di legge e di regolamento vigenti.

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 elencati nelle sezioni della lista, due componenti effettivi ed uno supplente;
2. dalla seconda lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti e che sia stata presentata e votata da soggetti non collegati, neppure indirettamente, ai soci di riferimento ai sensi dell'articolo 148, 2° comma del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n° 58 sono tratti il restante membro effettivo ed il restante membro supplente in base all'ordine progressivo con il quale i candidati sono elencati nelle sezioni di tale lista (la "Lista di minoranza"). In caso di parità tra le liste sono eletti candidati della lista che sia stata presentata dai soci in possesso della maggiore partecipazione ovvero, in subordine, dal maggior numero di soci.

Qualora con le modalità sopra indicate non sia assicurata la composizione del Collegio sindacale, nei suoi membri effettivi, conforme alla disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi, si provvederà, nell'ambito dei candidati alla carica di sindaco effettivo della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, alle necessarie sostituzioni, secondo l'ordine progressivo con cui i candidati risultano elencati.

Per la nomina dei Sindaci per qualsiasi ragione non nominati con il procedimento del voto di lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, fermo il rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

La presidenza del Collegio Sindacale spetta alla persona indicata al primo posto nella Lista di minoranza.

Il Sindaco decade dalla carica nei casi previsti dalle disposizioni normative applicabili nonché qualora vengano meno i requisiti richiesti statutariamente per la nomina.

In caso di sostituzione di un Sindaco, subentra il supplente appartenente alla medesima lista di quello cessato. Nei casi in cui venga a mancare oltre al Sindaco effettivo eletto dalla Lista di minoranza anche il Sindaco supplente espressione di tale lista, subentrerà il candidato collocato successivamente appartenente alla medesima lista o, in mancanza, il primo candidato della lista di minoranza risultata seconda per numero di voti.

Resta fermo che le procedure di sostituzione di cui al comma che precede devono in ogni caso assicurare che la composizione del Collegio Sindacale rispetti la disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

L'assemblea prevista dall'articolo 2401, 1° comma, Codice Civile, procede alla nomina o alla sostituzione nel rispetto del principio di necessaria rappresentanza delle minoranze, nonché nel rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

I sindaci uscenti sono rieleggibili.

Ai fini di quanto previsto dall'art. 1 comma 2 lettere b) e c) e comma 3 del Decreto Ministeriale 30 marzo 2000 n. 162, per materie e settori di attività strettamente attinenti a quelli dell'impresa esercitata dalla Società si intendono le materie (giuridiche, economiche, finanziarie e tecnico-scientifiche) ed i settori di attività connessi o inerenti all'attività esercitata dalla Società e di cui all'oggetto sociale.

30) Le riunioni del Collegio Sindacale possono svolgersi anche per teleconferenza a condizione che tutti gli aventi diritto possano parteciparvi ed assistervi, possano essere identificati e sia loro consentito di intervenire in tempo reale alla trattazione degli argomenti e di essere compiutamente informati.

REVISIONE LEGALE DEI CONTI

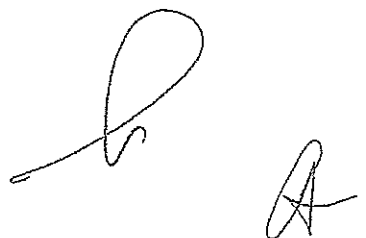
31) La revisione legale dei conti è esercitata a norma di legge.

BILANCIO E RIPARTO UTILI

32) L'esercizio sociale si chiude al 31 dicembre di ogni anno.

33) Gli utili netti risultanti dal bilancio annuale saranno ripartiti come segue:

- a) 5% alla riserva legale fino al limite stabilito dalla legge;
- b) alle azioni di risparmio fino a concorrenza del 5% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,26 per azione). Qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,26 per azione), la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi;
- c) il residuo sarà destinato a tutti gli azionisti in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura

Handwritten signature and initials in the bottom right corner of the page.

pari al 2% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,104 per azione), salvo che l'assemblea deliberi speciali prelevamenti a favore di riserve straordinarie o per altre destinazioni. Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari (come anche nel caso di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti di risparmio rispetto alla situazione in cui le azioni avessero valore nominale), gli importi fissi per azione menzionati alle precedenti lettere b) e c), con riferimento alle azioni di risparmio, saranno modificati in modo conseguente.

SCIoglimento

34) Nel caso di messa in liquidazione della Società, l'assemblea con le maggioranze stabilite dalla legge, determina:

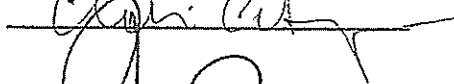
- (a) il numero dei Liquidatori e le regole di funzionamento del collegio in caso di pluralità di Liquidatori;
- (b) la nomina dei Liquidatori, con indicazione di quelli cui spetta la rappresentanza della Società;
- (c) i criteri in base ai quali deve svolgersi la Liquidazione;
- (d) i poteri dei Liquidatori, con particolare riguardo alla cessione dell'azienda sociale, di rami di essa, ovvero anche di singoli beni e diritti, o blocchi di essi.

La Società incorporante:

Impregilo S.p.A.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione

Dott. Claudio Costamagna



La Società incorporanda:

Salini S.p.A.

L'Amministratore Delegato

Dott. Pietro Salini



Allegato 3

Statuto di Impregilo che avrà efficacia alla data di efficacia della Fusione

STATUTO

DENOMINAZIONE=OGGETTO=SEDE=DURATA

1) E' costituita una Società per Azioni con la denominazione:

"SALINI IMPREGILO S.p.A."

2) La Società ha per oggetto: la costruzione, in proprio e per conto di terzi, di opere stradali, portuali, idrauliche, idroelettriche, edilizie, ferroviarie, ed in genere ogni costruzione di ingegneria civile in Italia ed all'Estero.

La società potrà intraprendere e compiere tutte le operazioni od affari commerciali, industriali e finanziari, mobiliari ed immobiliari ritenuti necessari ed utili per il conseguimento dell'oggetto sociale, ivi inclusa l'attività di studio, di progettazione e di consulenza nei settori in cui la società opera.

Essa potrà assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze e partecipazioni in altre società od imprese aventi oggetto analogo od affine o connesso al proprio.

Essa può pure prestare avalli, fidejussioni e garanzie, anche reali e ciò anche per debiti di terzi.

3) La Società ha sede in Milano.

La Società potrà istituire una sede amministrativa o tecnica, nonché sedi secondarie, succursali, agenzie o rappresentanze in Italia ed all'Estero.

4) Per i loro rapporti con la Società, il domicilio dei Soci, degli Amministratori, dei Sindaci e del soggetto incaricato della revisione contabile – comprensivo anche, se posseduti, dei propri riferimenti telefonici, di telefax e di posta elettronica – è quello che risulta dai libri sociali; è onere del socio, dell'Amministratore, del Sindaco e del soggetto incaricato della revisione contabile comunicarlo per l'iscrizione nei libri sociali, nonché comunicare altresì gli eventuali cambiamenti.

5) La durata della Società è stabilita fino al 31 dicembre 2050.

Tale durata potrà essere prorogata una o più volte con deliberazione dell'assemblea degli azionisti.

CAPITALE SOCIALE=OBBLIGAZIONI

6) Il capitale sociale è di euro **500.000.000,00 (cinquecentomilioni)** diviso in n. 449.048.182 (quattrocentoquarantanovemilioni-quarantottomilacentottantadue) azioni, prive del valore nominale, delle quali n. **447.432.691 (quattrocentoquarantasettamilioniquattrocentotrentadue mila seicentonovantuno)** azioni ordinarie e n. 1.615.491 (unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.

7) Con deliberazione dell'assemblea, il capitale sociale potrà essere aumentato mediante emissione di nuove azioni, anche fornite di diritti diversi da quelli delle azioni già emesse.

La deliberazione di aumento del capitale sociale, assunta con le maggioranze di cui agli artt. 2368 e 2369 Codice Civile, può escludere il diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società



incaricata della revisione contabile.

L'assemblea potrà deliberare l'emissione di obbligazioni, formulando il regolamento relativo.

8) Le azioni di risparmio, emesse ai sensi di legge, sono prive del diritto di voto, privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale, fornite delle caratteristiche previste dal presente articolo, dall'art. 32 e, per quanto in essi non previsto, dalla legge.

Le azioni di risparmio possono essere al portatore, salvo quanto disposto dal secondo comma dell'art. 2354 Codice Civile; a richiesta ed a spese dell'azionista possono essere convertite in titoli nominativi e viceversa.

Le azioni di risparmio appartenenti agli Amministratori, ai Sindaci e ai Direttori Generali devono essere nominative.

Le azioni di risparmio, salvo quanto stabilito dal presente statuto o dalla legge, attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie.

I possessori delle azioni di risparmio non hanno diritto ad intervenire alle assemblee della Società né quello di chiederne la convocazione.

L'assemblea speciale dei possessori delle azioni di risparmio è regolata dalle disposizioni di legge.

In caso di distribuzione di riserve, le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle azioni ordinarie.

Allo scioglimento della Società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di euro 5,2 per azione. Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari (come anche nel caso di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti di risparmio rispetto alla situazione in cui le azioni avessero valore nominale), tale importo fisso per azione sarà modificato in modo conseguente.

La riduzione del capitale sociale per perdite non ha effetto sulle azioni di risparmio, se non per la parte delle perdite che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni.

Al fine di assicurare al rappresentante comune delle azioni di risparmio adeguata informazione sulle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria, al medesimo saranno tempestivamente inviate, a cura dei legali rappresentanti della società, le comunicazioni concernenti tali operazioni.

In caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio, queste ultime manterranno invariate le caratteristiche e i diritti previsti dalla legge e dallo statuto.

9) L'assemblea potrà deliberare la riduzione del capitale sociale anche mediante assegnazione a soci di determinate attività sociali o di azioni o di quote di altre società od aziende, alle quali essa partecipi.

DIRITTO DI RECESSO

10) Il recesso potrà essere esercitato dal socio nei casi previsti dalla legge.

Non compete tuttavia il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti la proroga del termine di durata.

Il socio che intende esercitare il diritto di recesso dovrà darne comunicazione a mezzo lettera raccomandata A.R. al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale, vincolando ai fini del recesso le azioni per le quali esercita il recesso stesso presso un intermediario abilitato.

La lettera raccomandata dovrà essere spedita agli organi sopra indicati entro 15 giorni da quello in cui è stata iscritta nel Registro delle Imprese la deliberazione che legittima

il recesso, oppure nel caso in cui il fatto che legittima il recesso sia diverso da una deliberazione, entro 30 giorni dal giorno in cui il socio recedente dimostri di essere venuto a conoscenza del fatto che legittima il suo diritto di recesso.

Gli Amministratori dovranno annotare senza indugio nel libro soci l'avvenuto ricevimento della comunicazione di recesso.

Il diritto di recesso avrà effetto nei confronti della Società il quindicesimo giorno successivo alla data in cui è stata ricevuta l'ultima delle raccomandate A.R. inviate dal socio recedente a norma del terzo capoverso del presente articolo, salvo quanto previsto dall'ultimo comma dell'art. 2437 bis Codice Civile.

ASSEMBLEA

11) L'assemblea regolarmente costituita rappresenta l'universalità dei soci e le sue deliberazioni, prese in conformità dello statuto e della legge, obbligano tutti i soci ancorchè non intervenuti o dissenzienti.

12) L'assemblea potrà essere convocata anche in località diversa dalla sede sociale, in Italia. In sede ordinaria essa è convocata ogni anno entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale ed al massimo entro centottanta giorni qualora ricorrano le condizioni di legge. L'assemblea è convocata sia in via ordinaria che straordinaria ogni volta che il Consiglio di Amministrazione lo ritenga opportuno e nei casi previsti dalla normativa anche regolamentare vigente. Essa, inoltre, assume le delibere autorizzative previste nelle procedure per le operazioni con parti correlate adottate dalla Società, ivi incluse le delibere in caso di urgenza secondo le modalità semplificate consentite dalla disciplina anche regolamentare vigente.

13) Ogni azione ordinaria dà diritto ad un voto.

14) Ogni titolare del diritto di voto che abbia diritto di intervenire all'assemblea può farsi rappresentare per delega scritta da altra persona a sensi di legge.

Spetta al Presidente dell'assemblea constatare la regolarità delle deleghe ed il diritto dei presenti a partecipare all'Assemblea.

15) L'assemblea, sia ordinaria sia straordinaria, è costituita e delibera secondo le norme di legge.

Per la nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale si applica quanto previsto rispettivamente all'art. 20 e all'art. 29.

16) Le convocazioni delle assemblee sono fatte con la pubblicazione dell'avviso contenente le informazioni previste dalla vigente disciplina nei termini di legge:

- sul sito internet della Società;
- ove necessario per disposizione inderogabile o deciso dagli amministratori, sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, oppure sul quotidiano "Corriere della Sera";
- con le altre modalità previste dalla disciplina anche regolamentare pro tempore vigente.

Nell'avviso di convocazione può essere indicato il giorno della seconda convocazione e delle eventuali successive convocazioni.

La documentazione rilasciata per l'ammissione all'assemblea di prima convocazione, è valevole anche per le ulteriori convocazioni.

Il Consiglio di Amministrazione può tuttavia stabilire, qualora ne ravvisi l'opportunità e dandone espressa indicazione nell'avviso di convocazione, che sia l'assemblea ordinaria sia quella straordinaria si tengano in unica convocazione.

La notifica alla Società della delega per la partecipazione all'assemblea può avvenire



anche mediante invio del documento all'indirizzo di posta elettronica indicato nell'avviso di convocazione."

17) L'assemblea è presieduta dal Presidente del Consiglio di Amministrazione o, in sua assenza, da uno dei Vice Presidenti.
In mancanza la designazione sarà fatta dall'assemblea fra gli amministratori od i soci presenti.

18) Il Presidente dell'assemblea ha pieni poteri per accertare il diritto dei titolari del diritto di voto a partecipare all'adunanza, in particolare la regolarità delle deleghe, per constatare se l'assemblea sia regolarmente costituita ed il numero per deliberare, per dirigere e regolare la discussione e per stabilire le modalità della votazione.
L'assemblea nomina un segretario anche non azionista e, se creda opportuno, sceglierà due scrutatori fra gli azionisti ed i sindaci.

19) Le deliberazioni dell'assemblea devono constare da verbale trascritto in apposito libro, firmato dal Presidente, dal segretario e dagli scrutatori, se nominati.
Il verbale dell'assemblea, se redatto da Notaio, sarà successivamente trascritto nel libro.

AMMINISTRAZIONE=RAPPRESENTANZA

20) La Società è amministrata da un Consiglio composto da quindici membri.
L'assunzione della carica di Amministratore è subordinata al possesso dei requisiti prescritti dalle disposizioni legislative e regolamentari di volta in volta vigenti per l'assunzione della carica.

L'elezione dei membri del Consiglio di Amministrazione avverrà, nel rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra genere, sulla base di liste presentate dai soci, con le modalità di seguito specificate, nelle quali i candidati dovranno essere elencati mediante un numero progressivo.

Ciascuna lista dovrà includere, a pena di decadenza, almeno due candidati in possesso dei requisiti d'indipendenza prescritti dalla legge, indicandoli distintamente e inserendo uno di essi al primo posto della lista.

Le liste dovranno essere presentate, come sarà altresì indicato nell'avviso di convocazione, presso la sede della società almeno venticinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 D.Lgs. 58/1998, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 del D.Lgs. 58/1998 non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista né possono votare, neppure per interposta persona o società fiduciaria, liste diverse ed ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni ed i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Avranno diritto di presentare le liste soltanto i soci che, da soli o insieme ad altri soci, siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti almeno il 2% del capitale sociale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, ovvero della misura inferiore eventualmente stabilita da inderogabili disposizioni di legge o regolamentari.

Unitamente a ciascuna lista, entro i rispettivi termini sopra indicati, dovranno depositarsi (i) le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti per le rispettive cariche; (ii) un *curriculum vitae* riguardante le caratteristiche personali e professionali di ciascun candidato con l'eventuale indicazione dell'idoneità dello stesso

a qualificarsi come indipendente e degli incarichi di amministrazione e controllo ricoperti presso altre società; (iii) le ulteriori informazioni che, richieste dalle disposizioni di legge e di regolamento di volta in volta applicabili, verranno indicate nell'avviso di convocazione dell'assemblea.

Dovrà inoltre essere depositata, entro il termine previsto dalla disciplina applicabile per la pubblicazione delle liste da parte della Società, l'apposita certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge comprovante la titolarità, al momento del deposito presso la Società della lista, del numero di azioni necessario alla presentazione stessa.

Le liste che presentino un numero di candidati pari o superiore a tre devono essere composte da candidati appartenenti ad entrambi i generi, in modo che appartengano al genere meno rappresentato almeno un quinto (in occasione del primo mandato successivo al 12 agosto 2012) e poi un terzo (comunque arrotondati all'eccesso) dei candidati.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

Alla elezione del Consiglio di Amministrazione si procederà come di seguito precisato:

a) qualora vi sia almeno una lista che abbia riportato un numero di voti rappresentativi di almeno il 29% del capitale sociale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, dalla lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti verranno tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, n. 14 Amministratori da eleggere, mentre n. 1 Amministratore verrà tratto dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con coloro che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. Resta peraltro inteso che, laddove le prime due liste abbiano riportato lo stesso numero di voti, da ciascuna di dette liste verranno estratti, nell'ordine progressivo con il quale sono stati elencati nella lista stessa, n. 7 Amministratori, mentre n. 1 Amministratore sarà tratto dalla lista che per numero di voti sia risultata terza e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con coloro che hanno presentato o votato le liste che hanno ottenuto il maggior numero di voti; qualora siano state presentate solo due liste, dovrà essere eletto come 15° Amministratore il candidato più anziano tra quelli che non siano già stati tratti dalle prime due liste;

b) qualora nessuna lista abbia riportato un numero di voti rappresentativi di almeno il 29% del capitale sociale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, i n. 15 Amministratori saranno tratti da tutte le liste presentate come segue: i voti ottenuti dalle liste saranno divisi successivamente per numeri interi progressivi da uno a quindici. I quozienti così ottenuti saranno assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna lista, secondo l'ordine dalle stesse rispettivamente previsto. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste verranno disposti in un'unica graduatoria decrescente. Risulteranno eletti coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati. Nel caso in cui 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.

Al fine del riparto degli Amministratori da eleggere, non si terrà conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle liste.

Qualora con i candidati eletti con le modalità sopra indicate non sia assicurata la composizione del Consiglio di Amministrazione conforme alla disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi, il candidato del genere più rappresentato eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che ha riportato il maggior numero di voti sarà sostituito dal primo candidato del genere meno rappresentato non eletto della stessa lista secondo l'ordine progressivo. A tale procedura di sostituzione si farà luogo sino a che non sia assicurata la composizione del Consiglio di Amministrazione

conforme alla disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi. Qualora infine detta procedura non assicuri il risultato da ultimo indicato, la sostituzione avverrà con delibera assunta dall'Assemblea a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature di soggetti appartenenti al genere meno rappresentato.

Nel caso in cui non venga presentata o ammessa alcuna lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, senza osservare il procedimento sopra previsto, in modo comunque da assicurare la presenza del numero necessario di Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge, ed il rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

Il procedimento del voto di lista si applica solo in caso di nomina dell'intero Consiglio di Amministrazione.

Se nel corso dell'esercizio vengono a mancare uno o più Amministratori, purché la maggioranza sia sempre costituita da Amministratori nominati dall'Assemblea, il Consiglio di Amministrazione provvederà alla loro sostituzione ai sensi dell'articolo 2386 del codice civile nominando, secondo l'ordine progressivo, candidati tratti dalla lista cui apparteneva l'Amministratore venuto meno e che siano tuttora eleggibili e disposti ad accettare la carica. In ogni caso la sostituzione degli Amministratori cessati dalla carica viene effettuata da parte del Consiglio di Amministrazione (i) assicurando la presenza del numero necessario di Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e (ii) il rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

Se viene meno la maggioranza degli Amministratori nominati dall'Assemblea, i restanti Amministratori si intendono cessati con effetto dal momento in cui il Consiglio di Amministrazione è stato ricostituito per nomina assembleare.

Fino a contraria deliberazione dell'assemblea gli Amministratori non sono vincolati dal divieto di cui all'art. 2390 Codice Civile.

Ai membri del Consiglio spetta il rimborso delle spese sostenute per ragione del loro ufficio.

L'assemblea determina il compenso spettante al Consiglio di Amministrazione e può determinare le modalità di riparto tra gli amministratori, ove il compenso sia stato determinato in misura complessiva.

La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche è stabilita dal Consiglio di Amministrazione sentito il parere del Collegio Sindacale.

21) Il Consiglio di Amministrazione elegge tra i suoi membri un Presidente ed eventualmente uno o due Vice Presidenti che sostituiscano il Presidente nei casi di assenza o di impedimento.

Elegge pure un segretario che può essere scelto anche tra i non appartenenti al Consiglio.

In caso di assenza del Presidente, dei Vice Presidenti e del segretario, il Consiglio designa, per ogni seduta, chi dei suoi membri deve fungere da Presidente e da segretario.

22) Il Consiglio si riunisce presso la sede sociale o in qualsiasi altra località indicata nell'avviso di convocazione, su invito del Presidente o, in sua assenza, di un Vice Presidente, se nominato, o di un Amministratore Delegato.

La convocazione dovrà essere effettuata con comunicazione scritta contenente l'Ordine del Giorno, inviata anche solo a mezzo fax o posta elettronica a tutti gli Amministratori in carica ed ai Sindaci effettivi, almeno sei giorni prima del giorno fissato per la riunione ovvero in caso di urgenza almeno un giorno prima.

Il Consiglio dovrà essere convocato quando ne sia fatta richiesta scritta da almeno due Amministratori, inviata, secondo il caso, ad una delle persone indicate nel primo comma, contenente l'elenco delle materie da trattare.

Il Consiglio di Amministrazione può inoltre essere convocato, previa comunicazione al Presidente del Consiglio di Amministrazione stesso, da almeno un Sindaco.

La seduta di Consiglio dovrà avere luogo entro 10 giorni dal ricevimento della richiesta. La partecipazione e l'assistenza alle riunioni del Consiglio di Amministrazione può avvenire anche con intervenuti dislocati in più luoghi, contigui o distanti, audio e/o video collegati, a condizione che siano rispettati il metodo collegiale e i principi di buona fede e di parità di trattamento degli intervenuti. In particolare, è necessario che:

- (i) sia consentito al Presidente accertare l'identità e la legittimazione degli intervenuti, regolare lo svolgimento dell'adunanza, constatare e proclamare i risultati della votazione;
- (ii) sia consentito al soggetto verbalizzante di percepire adeguatamente gli eventi consiliari oggetto di verbalizzazione;
- (iii) sia consentito agli intervenuti di essere compiutamente informati, partecipare alla discussione e alla votazione simultanea sugli argomenti all'ordine del giorno;

Il Consiglio si considera tenuto nel luogo in cui si trovano il Presidente ed il Segretario della riunione onde consentire la stesura del verbale, sottoscritto da entrambi.

Gli Amministratori cui sono state conferite deleghe riferiscono tempestivamente e con periodicità almeno trimestrale al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla Società o dalle sue controllate, a sensi di legge.

La comunicazione viene effettuata verbalmente in occasione delle riunioni consiliari e del Comitato Esecutivo, ovvero con comunicazione scritta e/o verbale e/o telefonica al Presidente del Collegio Sindacale, qualora particolari esigenze di tempestività lo rendano preferibile.

Gli Amministratori devono dare notizia agli altri Amministratori ed al Collegio Sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbiano in una determinata operazione, il tutto ai sensi di legge.

23) Per la validità delle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione, occorre la presenza della maggioranza dei Consiglieri in carica.

Le deliberazioni sono prese a maggioranza assoluta di voti dei presenti.

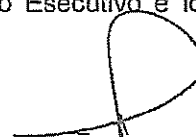
24) Il Consiglio è investito dei più ampi poteri per la gestione ordinaria e straordinaria della società senza eccezioni di sorta ed ha facoltà di compiere tutti gli atti che riterrà opportuni per lo svolgimento di tutte le attività costituenti l'oggetto sociale o strumentali allo stesso, esclusi soltanto quelli che la legge in modo tassativo riserva all'assemblea.

Il Consiglio di Amministrazione potrà pertanto deliberare la istituzione o soppressione – in Italia ed all'estero – di sedi secondarie con rappresentanza stabile, la riduzione del capitale sociale in caso di recesso dei soci, l'adeguamento dello statuto a disposizioni normative, il trasferimento della sede legale nell'ambito del territorio nazionale nonché la fusione per incorporazione di una società interamente controllata o partecipata in misura almeno pari al 90% del suo capitale, il tutto nel rispetto delle previsioni di cui agli articoli 2505 e 2505 bis Codice Civile.

Nel rispetto di quanto previsto nelle procedure per le operazioni con parti correlate adottate dalla Società, per il caso di urgenza, anche collegata a situazioni di crisi aziendale, le operazioni con parti correlate possono essere compiute secondo le modalità semplificate consentite dalla disciplina anche regolamentare vigente.

25) Il Consiglio può delegare tutte o parte delle sue attribuzioni, ad esso non riservate dalla legge, ad un Comitato Esecutivo, composto da un numero di membri inferiore alla metà dei componenti il Consiglio medesimo in essi compreso l'Amministratore Delegato il quale svolge il ruolo di Presidente del Comitato Esecutivo.

I membri del Collegio Sindacale assistono alle riunioni del Comitato Esecutivo e lo



stesso può essere convocato, dal Presidente del comitato stesso ogni qualvolta lo ritenga opportuno o su richiesta di un altro membro del Comitato Esecutivo ovvero di almeno un sindaco.

Il Consiglio può inoltre delegare parte dei suoi poteri ad uno o più Consiglieri. Può inoltre nominare Direttori e Procuratori, scelti anche fra persone non facenti parte del Consiglio di Amministrazione, determinandone i poteri.

26) Il Consiglio nomina, e revoca, previo parere del Collegio sindacale, un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, determinandone la durata e il compenso e scegliendolo tra soggetti che abbiano maturato un'esperienza complessiva di almeno un triennio nell'esercizio di (a) attività di amministrazione e finanza o di amministrazione e controllo ovvero funzioni dirigenziali con competenze in materia finanziaria, contabile e di controllo, presso società di capitali che abbiano un capitale sociale non inferiore a due milioni di Euro o consorzi tra società di capitali che abbiano complessivamente un capitale sociale non inferiore a due milioni di Euro, ovvero (b) attività professionali in materie giuridiche, economiche, finanziarie, strettamente attinenti all'attività dell'impresa ovvero (c) funzioni dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni operanti nei settori creditizio, finanziario e assicurativo o comunque in settori d'attività strettamente attinenti a quello della Società.

Per materie e settori di attività strettamente attinenti a quelli dell'impresa esercitata dalla Società si intendono le materie e i settori di cui all'art. 29, ultimo comma.

27) Le deliberazioni del Consiglio e del Comitato saranno trascritte in appositi libri ed i relativi verbali saranno trascritti dal Presidente e dal Segretario.

28) La rappresentanza legale e la firma di fronte ai terzi ed in giudizio spettano disgiuntamente al Presidente, e all'Amministratore Delegato ovvero in caso di assenza o impedimento del Presidente, da ciascuno dei Vice Presidenti, se nominati.

Fermo restando quanto sopra, la rappresentanza legale e la relativa firma potranno essere conferite dal Consiglio anche ad altri suoi membri.

COLLEGIO SINDACALE

29) L'assemblea elegge il Collegio Sindacale, costituito da tre sindaci effettivi e due supplenti.

I Sindaci devono essere in possesso dei requisiti previsti dalla legge, dallo statuto e da altre disposizioni applicabili.

La nomina del Collegio Sindacale avviene, nel rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi, sulla base di liste presentate dai soci secondo le modalità e nel rispetto dei limiti di seguito indicati. In ciascuna lista i candidati sono elencati mediante 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. La lista dovrà indicare almeno un candidato alla carica di Sindaco effettivo e un candidato alla carica di Sindaco supplente, e potrà contenere fino ad un massimo di tre candidati alla carica di Sindaco effettivo e di due candidati alla carica di Sindaco supplente.

Le liste presentate dai soci dovranno essere depositate, secondo quanto indicato nell'avviso di convocazione dell'Assemblea, presso la sede della Società, a disposizione di chiunque ne faccia richiesta. Il deposito dovrà essere effettuato almeno venticinque giorni prima di quello fissato per l'Assemblea in prima convocazione, salvo i diversi termini inderogabilmente previsti dalle disposizioni di legge e di regolamento.

Le liste che presentino un numero complessivo di candidati pari o superiore a tre devono essere composte da candidati appartenenti ad entrambi i generi, in modo che

appartengano al genere meno rappresentato nella lista stessa almeno un quinto (in occasione del primo mandato successivo al 12 agosto 2012) e poi un terzo (comunque arrotondati all'eccesso) dei candidati alla carica di Sindaco effettivo e almeno un quinto (in occasione del primo mandato successivo al 12 agosto 2012) e poi un terzo (comunque arrotondati all'eccesso) dei candidati alla carica di Sindaco supplente.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista né possono votare, neppure per interposta persona o società fiduciaria, liste diverse ed ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni ed i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Avranno diritto di presentare le liste i soci che, da soli o insieme ad altri soci, siano complessivamente titolari al momento della presentazione della lista, della quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste in materia di elezione dei componenti del Consiglio di Amministrazione della Società.

Unitamente a ciascuna lista, entro i termini sopra indicati, dovranno depositarsi (i) le informazioni relative all'identità dei soci che hanno presentato le liste (ii) le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti dalle vigenti disposizioni per l'assunzione delle rispettive cariche, ivi incluso il rispetto dei limiti al cumulo degli incarichi stabiliti dalle disposizioni di legge e di regolamento vigenti, (iii) un *curriculum vitae* di ciascun candidato, ove siano esaurientemente riportate le caratteristiche personali e professionali dello stesso, nonché (iv) le ulteriori informazioni richieste dalle disposizioni di legge e di regolamento, che verranno indicate nell'avviso di convocazione dell'Assemblea.

Dovrà inoltre essere depositata, entro il termine previsto dalla disciplina applicabile per la pubblicazione delle liste da parte della Società, l'apposita certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge comprovante la titolarità, al momento del deposito presso la Società della lista, del numero di azioni necessario alla presentazione stessa.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

Non possono essere inseriti nelle liste candidati per i quali ricorrano cause di ineleggibilità o di incompatibilità oppure che non siano in possesso dei requisiti stabiliti dalle normative applicabili oppure eccedano i limiti al cumulo degli incarichi stabiliti dalle disposizioni di legge e di regolamento vigenti.

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 elencati nelle sezioni della lista, due componenti effettivi ed uno supplente;
2. dalla seconda lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti e che sia stata presentata e votata da soggetti non collegati, neppure indirettamente, ai soci di riferimento ai sensi dell'articolo 148, 2° comma del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n° 58 sono tratti il restante membro effettivo ed il restante membro supplente in base all'ordine progressivo con il quale i candidati sono elencati nelle sezioni di tale lista (la "Lista di minoranza"). In caso di parità tra le liste sono eletti candidati della lista che sia stata presentata dai soci in possesso della maggiore partecipazione ovvero, in subordine, dal maggior numero di soci.

Qualora con le modalità sopra indicate non sia assicurata la composizione del Collegio sindacale, nei suoi membri effettivi, conforme alla disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi, si provvederà, nell'ambito dei candidati alla carica di sindaco effettivo della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, alle necessarie sostituzioni, secondo l'ordine progressivo con cui i candidati risultano elencati.

Per la nomina dei Sindaci per qualsiasi ragione non nominati con il procedimento del voto di lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, fermo il rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

La presidenza del Collegio Sindacale spetta alla persona indicata al primo posto nella Lista di minoranza.

Il Sindaco decade dalla carica nei casi previsti dalle disposizioni normative applicabili nonché qualora vengano meno i requisiti richiesti statutariamente per la nomina.

In caso di sostituzione di un Sindaco, subentra il supplente appartenente alla medesima lista di quello cessato. Nei casi in cui venga a mancare oltre al Sindaco effettivo eletto dalla Lista di minoranza anche il Sindaco supplente espressione di tale lista, subentrerà il candidato collocato successivamente appartenente alla medesima lista o, in mancanza, il primo candidato della lista di minoranza risultata seconda per numero di voti.

Resta fermo che le procedure di sostituzione di cui al comma che precede devono in ogni caso assicurare che la composizione del Collegio Sindacale rispetti la disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

L'assemblea prevista dall'articolo 2401, 1° comma, Codice Civile, procede alla nomina o alla sostituzione nel rispetto del principio di necessaria rappresentanza delle minoranze, nonché nel rispetto della disciplina pro tempore vigente inerente l'equilibrio tra generi.

I sindaci uscenti sono rieleggibili.

Ai fini di quanto previsto dall'art. 1 comma 2 lettere b) e c) e comma 3 del Decreto Ministeriale 30 marzo 2000 n. 162, per materie e settori di attività strettamente attinenti a quelli dell'impresa esercitata dalla Società si intendono le materie (giuridiche, economiche, finanziarie e tecnico-scientifiche) ed i settori di attività connessi o inerenti all'attività esercitata dalla Società e di cui all'oggetto sociale.

30) Le riunioni del Collegio Sindacale possono svolgersi anche per teleconferenza a condizione che tutti gli aventi diritto possano parteciparvi ed assistervi, possano essere identificati e sia loro consentito di intervenire in tempo reale alla trattazione degli argomenti e di essere compiutamente informati.

REVISIONE LEGALE DEI CONTI

31) La revisione legale dei conti è esercitata a norma di legge.

BILANCIO E RIPARTO UTILI

32) L'esercizio sociale si chiude al 31 dicembre di ogni anno.

33) Gli utili netti risultanti dal bilancio annuale saranno ripartiti come segue:

a) 5% alla riserva legale fino al limite stabilito dalla legge;

b) alle azioni di risparmio fino a concorrenza del 5% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,26 per azione). Qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,26 per azione), la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi;

c) il residuo sarà destinato a tutti gli azionisti in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura

pari al 2% di euro 5,2 per azione (pari a euro 0,104 per azione), salvo che l'assemblea deliberi speciali prelevamenti a favore di riserve straordinarie o per altre destinazioni. Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari (come anche nel caso di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti di risparmio rispetto alla situazione in cui le azioni avessero valore nominale), gli importi fissi per azione menzionati alle precedenti lettere b) e c), con riferimento alle azioni di risparmio, saranno modificati in modo conseguente.

SCIoglimento

34) Nel caso di messa in liquidazione della Società, l'assemblea con le maggioranze stabilite dalla legge, determina:

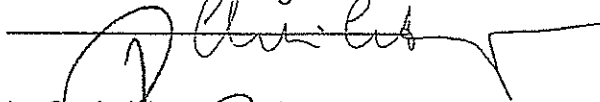
- (a) il numero dei Liquidatori e le regole di funzionamento del collegio in caso di pluralità di Liquidatori;
- (b) la nomina dei Liquidatori, con indicazione di quelli cui spetta la rappresentanza della Società;
- (c) i criteri in base ai quali deve svolgersi la Liquidazione;
- (d) i poteri dei Liquidatori, con particolare riguardo alla cessione dell'azienda sociale, di rami di essa, ovvero anche di singoli beni e diritti, o blocchi di essi.

La Società incorporante:

Impregilo S.p.A.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione

Dott. Claudio Costamagna



La Società incorporanda:

Salini S.p.A.

L'Amministratore Delegato

Dott. Pietro Salini





Prof. Angelo Provasoli

RELAZIONE DI STIMA
DEL RAPPORTO DI CAMBIO NELLA FUSIONE
TRA IMPREGILO S.P.A. E SALINI S.P.A.

Milano, 24 giugno 2013

A handwritten signature in the bottom right corner of the page, consisting of a stylized 'A' followed by a flourish.

INDICE

	Pagine
1. <u>I LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE.</u>	4
1.1. <u>Premessa e incarico.</u>	4
1.2. <u>Le peculiarità delle valutazioni di fusione.</u>	8
1.3. <u>La data di riferimento della stima e gli elementi informativi analizzati.</u>	10
2. <u>I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.</u>	13
2.1. <u>La scelta dei criteri di valutazione.</u>	13
2.2. <u>Il criterio di valutazione principale.</u>	17
2.2.1. Il criterio finanziario <i>unlevered</i> .	17
2.3. <u>I criteri di valutazione di controllo.</u>	20
2.3.1. Il criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.	20
2.3.2. Il criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.	21
3. <u>L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.</u>	22
3.1. <u>I piani economico-finanziari di Impregilo e Salini.</u>	22
3.2. <u>L'applicazione del criterio di valutazione principale.</u>	25
3.2.1. L'applicazione del criterio finanziario <i>unlevered</i> .	25
3.3. <u>L'applicazione dei criteri di valutazione di controllo.</u>	28
3.3.1. L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.	28
3.3.2. L'applicazione del criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.	31

4.	<u>LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.</u>	33
4.1.	<u>Capitale e numero di azioni di Impregilo e Salini.</u>	33
4.2.	<u>I valori delle azioni e il rapporto di cambio.</u>	34
4.3.	<u>Le analisi di sensitività.</u>	36
4.4.	<u>I limiti, gli assunti e le principali difficoltà valutative.</u>	38
4.5.	<u>Conclusioni sul rapporto di cambio.</u>	41

1. I LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE.

1.1. Premessa e incarico.

La presente relazione si inquadra nell'ambito delle analisi e degli approfondimenti condotti dai Consigli di Amministrazione delle società Impregilo S.p.A. ("Impregilo"), quotata presso il Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A., e Salini S.p.A. ("Salini" e, congiuntamente con Impregilo, anche le "Società"), funzionali al perfezionamento della concentrazione delle due entità, tramite l'istituto giuridico della fusione.

L'integrazione delle entità in parola è parte di un più ampio progetto, intrapreso da Salini nella seconda metà del 2011, volto al progressivo rafforzamento del proprio investimento strategico in Impregilo e alla creazione di un *player* di rilievo internazionale nel settore delle costruzioni. In particolare, l'operazione di fusione di prossima realizzazione si colloca al termine di una serie di atti che hanno condotto Salini, nel marzo del 2013, ad acquisire il controllo di diritto di Impregilo.

I principali elementi informativi ed eventi pregressi utili per inquadrare l'operazione oggetto della presente relazione sono i seguenti:

- Salini è società interamente posseduta da Salini Costruttori S.p.A. Essa è stata costituita il 6 dicembre 2011 e ha iniziato a operare il 1° gennaio 2012, data in cui ha avuto efficacia il conferimento in natura (da parte del socio unico) del ramo d'azienda operativo nel settore delle costruzioni infrastrutturali e comprensivo, tra le altre attività, di una partecipazione in Impregilo pari al 15% circa del capitale, acquistata nella seconda metà del 2011;
- nel periodo gennaio-luglio 2012, Salini ha incrementato, a mezzo di numerosi acquisti sul mercato, la quota di partecipazione nel capitale ordinario di Impregilo, fino a giungere alla percentuale del 29,8%;

- in data 17 luglio 2012, l'Assemblea ordinaria degli azionisti di Impregilo, su proposta del socio Salini, ha deliberato a maggioranza la revoca degli amministratori in carica e la nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione, composto da consiglieri espressi in maggioranza della medesima Salini;
- in data 27 settembre 2012, tra Impregilo e Salini Costruttori S.p.A. è stato sottoscritto un accordo di cooperazione organizzativa e commerciale, al fine di avviare una strategia di collaborazione volta a cogliere le opportunità di mercato, nonché a conseguire risparmi di costo per effetto di sinergie operative e industriali (mantenendo la separazione giuridica tra le due imprese)¹;
- nel periodo marzo-aprile 2013, Salini ha promosso e completato un'Offerta Pubblica di Acquisto ("OPA") volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di Impregilo S.p.A. Ad esito dell'offerta, Salini ha ottenuto il 92,1% del capitale ordinario di Impregilo;
- non essendo l'OPA finalizzata alla revoca della quotazione delle azioni ordinarie di Impregilo, successivamente alla conclusione dell'offerta Salini ha provveduto (tramite la vendita di azioni sul mercato) al ripristino del flottante necessario ad assicurare la regolare negoziazione delle azioni medesime. Ad esito di tali operazioni Salini è giunta a

¹ Nel dettaglio, "mediante la sottoscrizione dell'Accordo, le Parti intendono individuare, valutare e, ove possibile, realizzare sinergie commerciali e industriali reciproche, al fine di (i) contare su una forte presenza commerciale a livello mondiale; (ii) costituire un team di risorse integrato e con competenze più ampie, valorizzando le capacità manageriali di Impregilo e Salini; (iii) ampliare le proprie referenze ed il track record in modo da poter partecipare a gare di appalto per la realizzazione di commesse caratterizzate da più elevate complessità e dimensioni; e (iv) beneficiare di sinergie di costo e operative, ferme restando le individualità, le strutture e la consistenza delle singole imprese". Inoltre, "nell'ambito delle strategie di collaborazione oggetto dell'Accordo, le Parti hanno ravvisato l'opportunità di definire una procedura per la cooperazione continuativa nella selezione delle Commesse di potenziale reciproco interesse e nella partecipazione alle relative Gare, prevedendo un principio di allocazione paritaria delle quote di partecipazione alle Commesse medesime" (cfr. "Documento informativo relativo all'accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Impregilo S.p.A. e Salini Costruttori S.p.A.", pagg. 7-9; la sottolineatura è aggiunta). L'accordo strategico menzionato prevede dunque la partecipazione in egual misura (50% ciascuna) delle due Società a tutte le gare/commesse (e ai relativi ricavi e costi) avviate successivamente alla data di efficacia dell'accordo stesso (27 settembre 2012).

detenere una partecipazione nel capitale sociale ordinario di Impregilo pari all'88,83%;

- da ultimo, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini, rispettivamente in data 13 e 14 maggio 2013, hanno deliberato l'avvio delle attività propedeutiche alla realizzazione della fusione tra le due società.

Dal punto di vista formale, il progetto di integrazione societaria in corso di realizzazione prevede la fusione per incorporazione di Salini in Impregilo. Si tratta, tecnicamente, di un'operazione c.d. di "fusione inversa", in quanto la società incorporante, cioè Impregilo, è direttamente controllata (come detto, tramite un'interessenza partecipativa pari all'88,83% del capitale) dal soggetto incorporato, cioè Salini. Va precisato inoltre che, in conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario per la realizzazione dell'OPA lanciata da Salini su Impregilo, la progettata fusione integra la fattispecie di cui all'art. 2501 *bis* del Codice Civile (fusione a seguito di acquisizione con indebitamento o *merger leveraged buy out*, nella terminologia anglosassone).

Si ricorda che, secondo le norme civilistiche, i Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione hanno il compito di proporre alle rispettive Assemblee dei Soci il c.d. "rapporto di cambio" pertinente all'operazione, espressivo del numero di azioni dell'incorporante da fornire a servizio della fusione per ogni azione dell'incorporata. Il rapporto di cambio proposto dagli amministratori è soggetto al parere di congruità di uno o più esperti designati dal Tribunale, ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile. Alle Assemblee dei Soci delle imprese coinvolte spetta, infine, il compito di deliberare in ordine al rapporto di cambio proposto dagli amministratori e verificato dagli esperti.

In tale contesto, in data 13 maggio 2013, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha incaricato il sottoscritto Angelo Provasoli, Professore di

Economia Aziendale presso l'Università L. Bocconi e Dottore Commercialista, di redigere la relazione di stima del rapporto di cambio delle azioni ordinarie di Salini rispetto alle azioni ordinarie di Impregilo nell'ambito dell'operazione sopra descritta². In particolare, la presente relazione ha lo scopo di fornire al Consiglio di Amministrazione di Impregilo informazioni, dati e riferimenti economici utili per individuare il rapporto in parola nell'operazione di fusione tra le due Società da proporre alle rispettive Assemblee dei Soci.

* * *

La presente relazione è strutturata come segue:

- nel prosieguo del presente capitolo si svolgono considerazioni in merito agli aspetti peculiari delle valutazioni nei contesti di fusione (cfr. § 1.2), alla data di riferimento della stima e al corredo informativo adottato (cfr. § 1.3);
- nel cap. 2 si delinea l'architettura valutativa prescelta e si descrivono, sotto il profilo metodologico, i criteri adottati per la stima dei valori economici del capitale delle Società (*equity value*) propedeutici alla definizione del rapporto di cambio ritenuto congruo nel quadro dell'operazione di fusione in parola;
- nel cap. 3 si espongono le risultanze dell'applicazione dei criteri individuati. Nel capitolo in parola, si illustrano, in sintesi, anche i tratti salienti dei piani economico-finanziari consolidati di Impregilo e Salini;
- nel cap. 4 si definisce la stima dell'intervallo entro cui, a parere del sottoscritto, può congruamente essere fissato il rapporto di cambio tra le azioni ordinarie delle Società in occasione delle deliberazioni dei Consigli di Amministrazione delle medesime. Il rapporto di cambio è calcolato all'esito del confronto tra i valori unitari delle azioni ordinarie

² Si anticipa che il capitale sociale di Impregilo è composto, oltre che da azioni ordinarie, anche da azioni di risparmio quotate alla Borsa di Milano. Gli strumenti finanziari appartenenti a tale ultima categoria non sono tuttavia interessati dal concambio.

delle società interessate alla fusione. In tale capitolo si indicano anche i limiti, gli assunti e le principali difficoltà della stima.

1.2. Le peculiarità delle valutazioni di fusione.

L'operazione di fusione per incorporazione (quale quella in esame) si realizza per il tramite dell'integrazione di due (o più) soggetti giuridici. La fusione determina l'estinzione di una società (incorporata) e il trasferimento del patrimonio e dei rapporti giuridici ad essa riferibili in seno alla società incorporante.

Ad esito dell'operazione si ha l'annullamento delle azioni della società incorporata e l'assegnazione ai soci della medesima (diversi dall'entità incorporante) di azioni della società incorporante (esistenti o di nuova emissione) in proporzione al rapporto di cambio deliberato.

Nel profilo economico, il rapporto di cambio è in principio stimato rispettando l'equilibrio dei valori in capo alle compagini azionarie delle società coinvolte nell'operazione.

I lineamenti generali sopra definiti valgono anche in caso di fusione inversa. In questa ipotesi la peculiarità dell'operazione è costituita dal fatto che oggetto di annullamento e di concambio sono le azioni della società controllante. In altri termini, la società controllante (Salini), nella fattispecie, cessa di esistere e i suoi azionisti ricevono azioni della società controllata (Impregilo). Per effetto della fusione e del conseguente concambio gli azionisti della controllante (Salini Costruttori S.p.A.) vengono a disporre in via diretta della partecipazione nella già controllata (Impregilo), detenuta da Salini pre-fusione, e ricevono un'ulteriore quota di partecipazione nella medesima Impregilo. Tale quota è funzione del valore economico delle attività nette (anche del debito contratto per la realizzazione della richiamata OPA) di Salini, ulteriori rispetto alla partecipazione in Impregilo, "apportate" per effetto della fusione inversa in Impregilo medesima.

Ciò premesso, va rilevato che l'operazione di fusione implica un procedimento di stima complesso e articolato. Le stime di fusione richiedono preliminarmente la determinazione dei valori del capitale economico (*equity value*) delle società direttamente interessate dall'operazione e si concludono con la determinazione del rapporto di cambio fra le azioni delle stesse. La stima dei valori assoluti del capitale delle singole società costituisce un passo intermedio nel procedimento valutativo, la cui finalità ultima, per quanto indicato, è la stima del rapporto tra i valori delle società stesse. Pertanto, secondo la dottrina e la prassi in materia, le stime di fusione devono essere orientate all'ottenimento di valori assoluti del capitale delle società partecipanti significativamente confrontabili nella fase di calcolo del rapporto di cambio. Di conseguenza, le valutazioni nell'ambito di operazioni di fusione devono essere condotte secondo una logica generale di omogeneità e uniformità di approccio lungo tutto il processo valutativo. In termini tecnici, il principio di omogeneità sopra enunciato si traduce tipicamente: (i) nell'adozione di una base informativa omogenea e confrontabile; (ii) nella scelta di criteri di valutazione relativamente uniformi per le diverse società, ove operanti nel medesimo settore; (iii) nell'assunzione di scelte applicative di fondo coerenti per le società interessate dalla fusione, pur tenendo conto delle peculiarità che caratterizzano le specifiche realtà.

In sintesi, quindi, la finalità ultima delle valutazioni in questione non è tanto la stima dei livelli assoluti dei valori dei capitali economici delle imprese interessate alla fusione, quanto piuttosto l'ottenimento di valori significativamente raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Conseguentemente, le valutazioni aziendali eseguite per gli scopi che costituiscono i presupposti della presente perizia non possono essere assunte per finalità differenti.

1.3. La data di riferimento della stima e gli elementi informativi analizzati.

Le analisi valutative sono state principalmente fondate sui dati delle situazioni patrimoniali consolidate di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012, rettifiche al fine di riflettere gli effetti di taluni eventi significativi avvenuti successivamente alla data di chiusura dell'esercizio (31 dicembre 2012) e prima della data della presente relazione. In particolare, si segnala che:

- per Impregilo, la situazione patrimoniale consolidata al 31 dicembre 2012 è stata rettificata (pro-formata) per considerare gli effetti derivanti (i) dalla cessione, avvenuta nel gennaio 2013, dell'ultima *tranche* (6,5%) della partecipazione detenuta dal gruppo nel capitale della società brasiliana EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A.³ e (ii) dalla distribuzione, nel maggio 2013, da parte della società di un dividendo straordinario ai propri azionisti ordinari (e quindi anche a Salini, cfr. *infra*) per complessivi € 602,2 milioni;
- per Salini, nello stato patrimoniale pro-forma al 31 dicembre 2012 sono stati riflessi gli effetti relativi (i) all'incremento della partecipazione in Impregilo (dal 29,8% al 92,1%) a seguito dell'OPA condotta sulle azioni ordinarie di tale società, completata da Salini nell'aprile 2013 (ii) all'assunzione di debiti finanziari funzionali al finanziamento dell'operazione *sub* (i), (iii) alla successiva vendita (in ragione del 3,3% circa del capitale ordinario) sul mercato di azioni Impregilo al fine di ricostituire il flottante e (iv) all'incasso della quota di pertinenza del dividendo straordinario distribuito da Impregilo nel 2013, anche utilizzata a riduzione del debito *sub* (ii).

Chi scrive ha incorporato nelle proprie analisi le informazioni e i fatti societari rilevanti noti fino alla data della presente relazione, data alla quale sono riferiti

³ Si ricorda che una quota pari al 22,74% della partecipazione in tale società è stata ceduta dal gruppo Impregilo (in particolare dalla società *subholding* Impregilo International Infrastructures NV, controllata da Impregilo S.p.A.) nella seconda metà del 2012.

i valori stimati. I dati di mercato sono stati considerati fino all'11 giugno 2013.

* * *

Ai fini dell'espletamento dell'incarico conferito, chi scrive ha esaminato i seguenti principali elementi informativi⁴:

- statuti vigenti di entrambe le Società;
- bilanci separati e consolidati di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012;
- situazioni patrimoniali consolidate pro-forma di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012 (inclusi i prospetti contenenti la posizione finanziaria netta), che riflettono gli effetti degli eventi significativi verificatisi successivamente alla data di chiusura dell'esercizio 2012 e sopra menzionati;
- tabella riportante la posizione finanziaria netta di Impregilo al 31 marzo 2013, pro-formata per tener conto degli effetti degli eventi straordinari *post data* di chiusura (i.e. distribuzione del dividendo straordinario);
- relazione trimestrale consolidata di Impregilo al 31 marzo 2013;
- documento "Piano industriale stand-alone Salini SpA 2016", predisposto dal *management* della società con il supporto del consulente strategico "The Boston Consulting Group" e approvato dal Consiglio di Amministrazione di Salini in data 10 giugno 2013;
- documento "Piano industriale stand-alone Impregilo 2016", predisposto dal *management* della società con il supporto del consulente strategico "The Boston Consulting Group" e approvato dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo in data 11 giugno 2013;
- documento "Piano industriale consolidato Salini-Impregilo al 2016", predisposto dal *management* delle due Società con il supporto del consulente strategico "The Boston Consulting Group" e approvato dai

⁴ Si precisa che la documentazione societaria è stata messa a disposizione dalle Società tramite l'allestimento di apposita *data room*.

- Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini nelle medesime date di approvazione dei piani *stand-alone*;
- per Impregilo e Salini, prospetti di Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario consolidati, completi di dettagli, in formato *excel*, relativi al periodo 2013-2016;
 - documento “Accordo di fusione tra Impregilo S.p.A. e Salini S.p.A.”, stipulato in data 27 maggio 2013;
 - “Documento informativo relativo all’accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Impregilo S.p.A. e Salini Costruttori S.p.A.”, datato 4 ottobre 2012, corredato delle relative appendici⁵;
 - documento “Salini-Impregilo, overview of the Group, markets of reference and competitors”, predisposto dal *management* delle Società nel maggio 2013;
 - “Documento di Offerta (...) Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria (...) avente per oggetto azioni ordinarie di Impregilo S.p.A. offerente Salini S.p.A.”, pubblicato in data 16 marzo 2013;
 - lettere Impregilo e Salini datate, rispettivamente, 19 e 21 giugno 2013, con cui si informa il sottoscritto circa l’inesistenza di eventi e/o fatti da segnalare rispetto a quanto reso disponibile in *data room*;
 - comunicati stampa di Impregilo, pubblicati tra l’inizio del 2013 e la data di riferimento della presente relazione;
 - recenti *equity report* degli analisti finanziari relativi a Impregilo e a società quotate ad essa comparabili;
 - bilanci recenti di società quotate comparabili a Impregilo e Salini;
 - dati di mercato ed altre informazioni economiche utili alla stima tratti da fonti pubbliche (Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale

⁵ In particolare tali appendici comprendono (i) il parere del *Corporate Governance Advisory Board*, reso in data 6 settembre 2012, (ii) il parere del Comitato per Operazioni con Parti Correlate, reso in data 25 settembre 2012, e (iii) il parere del *Corporate Governance Advisory Board*, reso in data 27 settembre 2012.

Europea, Banca d'Italia, New York University – Stern School of Business, KPMG “*Corporate and indirect tax survey 2012*”) e da database specializzati (Bloomberg, Thomson Financial Reuters).

Chi scrive si è inoltre confrontato in più occasioni, anche mediante apposite riunioni, con il *management* delle due Società e con i consulenti delle stesse ai fini di una più approfondita comprensione e discussione degli elementi informativi da essi forniti.

2. I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.

2.1. La scelta dei criteri di valutazione.

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la stima del valore economico delle aziende. Tra di essi si ricordano sinteticamente i seguenti:

- (a) metodi patrimoniali, che stimano il valore economico del capitale d'impresa sulla base del valore corrente degli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale;
- (b) metodi reddituali, che stimano il valore economico del capitale d'impresa in funzione delle prospettive di generazione di reddito;
- (c) metodi misti patrimoniali-reddituali, che associano i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Tra questi si annovera il metodo “UEC”, che procede alla stima autonoma del valore di avviamento del complesso da valutare in funzione delle sue prospettive di generazione di reddito e ne somma algebricamente il valore a quello del patrimonio netto espresso a valori correnti;
- (d) metodi finanziari, che si fondano sui flussi di cassa attesi generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti e/o i creditori;
- (e) metodi dei multipli c.d. “di mercato”, che stimano il valore del capitale d'impresa sulla base di moltiplicatori impliciti (i) nei prezzi di Borsa

delle azioni di società comparabili a quella oggetto della stima o (ii) nei corrispettivi concordati in transazioni aventi ad oggetto società (*target*) ad essa similari;

- (f) metodi delle quotazioni dirette di Borsa, che apprezzano il valore economico di società quotate in base al prezzo delle loro azioni rilevato per intervalli temporali significativi, prossimi alla data di riferimento della valutazione.

* * *

Nel caso di specie, la scelta dei criteri di stima utilizzati nel quadro del modello valutativo adottato è stata orientata, oltre che dalle indicazioni della dottrina aziendale e della prassi professionale in materia, anche dalle evidenze desunte (i) dall'analisi degli *equity report* recentemente predisposti dagli analisti finanziari che seguono il titolo Impregilo e le altre società quotate ad essa comparabili attive nel settore delle costruzioni e (ii) dalle *fairness opinion* predisposte dagli *advisor* in occasione dell'OPA promossa da Salini su Impregilo.

L'architettura valutativa qui utilizzata al fine di giungere alla stima del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie delle Società che si confrontano nella fusione si compone di un metodo principale e di due altri aventi ruolo di controllo delle risultanze del metodo principale.

Il metodo finanziario *unlevered* (*unlevered discounted cash flow model* o "DCF", nella terminologia anglosassone, cfr. *supra*, *sub d*) è stato assunto come riferimento valutativo principale. I profili metodologici di tale criterio sono illustrati nel § 2.2.1.

Sono stati utilizzati a fini di controllo:

- (i) il criterio dei multipli di mercato desunti dai prezzi di Borsa di società comparabili a quelle oggetto di stima (cfr. *supra*, *sub e*). Tale criterio è descritto nel dettaglio nel § 2.3.1;

- (ii) il criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa delle azioni di Impregilo (unica società quotata tra quelle oggetto di stima). Tale criterio è descritto al § 2.3.2 nei dettagli applicativi.

La scelta di utilizzare contemporaneamente più metodi di valutazione è preferita dalla prassi ed è apprezzabile in termini metodologici. L'uso di più criteri consente di considerare, in differenti e complementari profili, l'appetibilità delle aziende oggetto di stima e di fornire riscontri incrociati dei risultati ottenuti, con vantaggio per la "robustezza" delle conclusioni estimative.

L'utilizzo di una pluralità di criteri favorisce, nel contempo, anche la migliore delimitazione della fascia più ragionevole dei valori attribuibili alle singole società e con essi dei rapporti di cambio.

* * *

Va osservato che il valore economico di Salini è anche il riflesso del suo assetto patrimoniale nel quale spicca la partecipazione di controllo (88,83%) nel capitale ordinario di Impregilo.

In tale quadro chi scrive, in sede valutativa, ha:

1. anzitutto stimato con ognuno dei metodi selezionati, il valore economico del capitale (*equity value*) di Impregilo;
2. successivamente calcolato il valore economico del capitale (*equity value*) di Salini quale sommatoria de: (a) il valore economico della partecipazione detenuta da Salini in Impregilo, pari al valore *pro quota* della partecipata stimato *sub 1*)⁶, e (b) il valore economico del *business* di Salini, al netto del debito, diverso dalla partecipazione in Impregilo, stimato, di volta in volta, con il medesimo criterio impiegato per la stima del capitale di Impregilo⁷.

⁶ Senza cioè applicare premi di maggioranza, cfr. *infra*.

⁷ Nella stima del capitale di Salini si tiene conto, tra l'altro, del debito finanziario contratto a servizio dell'OPA effettuata su Impregilo, al netto della quota già ripagata a seguito dell'incasso del dividendo straordinario distribuito da Impregilo e percepito da Salini.

In merito agli orientamenti assunti nella stima si osserva che:

- alla luce del carattere proprio delle valutazioni di fusione, come anticipato nel § 1.2, il lavoro estimativo è stato ispirato dal principio generale di omogeneità dei criteri valutativi impiegati e delle fonti informative adottate. In particolare, secondo tale principio la stima dei rapporti di cambio è stata effettuata utilizzando per ciascuna delle imprese coinvolte nell'operazione di fusione, nel rispetto delle specificità di ognuna, (i) una base informativa (piani industriali, informazioni finanziarie, ecc.) omogenea, (ii) metodologie di valutazione uniformi e (iii) parametri applicativi, per ciascun criterio, reciprocamente coerenti;
- la valutazione dei complessi aziendali appartenenti ad Impregilo e Salini è stata condotta in ottica *stand alone*, cioè prescindendo dalla valorizzazione e dall'attribuzione delle potenziali sinergie attese dall'integrazione delle due Società. Le sinergie da integrazione che si originano per effetto del contributo congiunto di ciascuna delle imprese coinvolte nell'aggregazione e i relativi benefici sono difficilmente attribuibili all'una o all'altra entità oggetto di unione⁸;
- considerato che la fusione è un'operazione di natura organizzativa e non acquisitiva i rapporti di cambio non considerano premi di controllo;
- nell'applicazione dei soli criteri di mercato, la valutazione considera il differente *status* delle due Società che si confrontano nella fusione, l'una quotata e l'altra non quotata. La considerazione del diverso *status* trova spiegazione nel fatto che le valutazioni basate sui multipli di Borsa esprimono valori di mercato che incorporano un premio implicito associato alla liquidità del titolo.

⁸ Come si specificherà nel seguito (cfr. § 3.1), nei piani economico-finanziari di Impregilo e Salini utilizzati per la stima sono state considerate le sinergie commerciali e industriali derivanti dall'accordo di cooperazione strategica sottoscritto tra Salini e Impregilo in data 27 settembre 2012. La considerazione, ai fini valutativi, dei benefici derivanti da tali sinergie non è incoerente con l'adozione della logica *stand alone* sopra menzionata. Ciò in quanto i benefici in parola non discendono dall'integrazione societaria (fusione) tra Salini e Impregilo ma derivano da condizioni gestionali (i.e. l'accordo di cooperazione) già esistenti alla data della fusione.

2.2 Il criterio di valutazione principale.

2.2.1. Il criterio finanziario *unlevered*.

Secondo tale metodologia, il valore di un complesso aziendale è funzione dei flussi di cassa futuri attesi che esso è in grado di generare autonomamente. Il criterio in parola, conseguentemente, procede alla attualizzazione, ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, in breve “wacc”), dei flussi di cassa annui “disponibili” (*free cash flow*) attesi per il complesso aziendale oggetto di valutazione.

In particolare, in coerenza con la prospettiva valutativa *asset side* del criterio finanziario *unlevered*, la stima del valore economico del capitale proprio (*equity value*) è ottenuta sommando algebricamente al valore del capitale investito netto (*Enterprise value* o EV) dell’azienda considerata la sua posizione finanziaria netta (PFN)⁹.

Il valore del capitale investito netto (*enterprise value* o “EV”) di un’impresa derivante dall’applicazione del criterio finanziario *unlevered* è il risultato della sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi “disponibili” (“CF” nella formula (1) nel seguito riportata), attesi per un periodo limitato di previsione analitica di “n” anni. Tali flussi, quindi, non includono componenti di natura finanziaria (sono cioè flussi *unlevered*);
- valore attuale del *terminal value* (“TV” nella formula (1) nel seguito riportata), ossia del valore assunto dal complesso aziendale al termine dell’orizzonte di previsione analitica. Tale valore è funzione dei flussi

⁹ Si segnala inoltre che:

- ove il complesso aziendale sia anche costituito da partecipazioni in imprese non consolidate integralmente o proporzionalmente (*equity investments*), il valore di *enterprise value* deve essere incrementato in ragione del valore di tali partecipazioni; ciò in quanto i flussi ad esse relativi non sono inclusi nei *free cash flow* consolidati;
- nel caso in cui siano presenti azionisti di minoranza (*minority interests* o *minorities*) in società partecipate (e consolidate integralmente) dalla società oggetto di stima, il valore delle rispettive quote deve essere sottratto ai fini della stima dell’*equity value* (di pertinenza della capogruppo).

che il complesso aziendale è in grado di generare in “perpetuità”, successivamente al termine del periodo di previsione analitica. Il *terminal value* è stimato capitalizzando lungo un orizzonte temporale infinito il flusso di cassa atteso per il periodo successivo all’ultimo di previsione analitica (“ CF_{n+1} ”).

L’algoritmo di calcolo che traduce in termini applicativi il criterio valutativo in analisi è il seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n (CF_t \cdot v^t) + TV_n \cdot v^n + EI \quad (1)$$

dove:

- EV è l’*enterprise value* del complesso aziendale oggetto di valutazione;
- n è il numero di anni di cui si compone il periodo di previsione analitica dei flussi di cassa “disponibili”;
- CF_t è il flusso di cassa “disponibile” del complesso aziendale oggetto di valutazione atteso nel periodo t;
- TV_n è il *terminal value* del complesso aziendale al tempo n (cioè, al termine del periodo di previsione analitica), calcolato in termini matematici tramite la formula $TV_n = CF_{n+1}/(wacc - g)$;
- v^n è il coefficiente di attualizzazione, pari a $1/(1+wacc)^n$;
- wacc è il costo medio ponderato del capitale proprio e del debito finanziario netto;
- g è il tasso annuo di crescita dei flussi di cassa “disponibili” attesi in perpetuità del complesso aziendale;
- EI è il valore delle partecipazioni in imprese non consolidate integralmente o proporzionalmente (*equity investments*).

Ciò posto, il valore del capitale proprio (*equity value* o “W”) è ottenuto applicando il seguente algoritmo:

$$W = EV + / - PFN - \min \quad (2)$$

dove:

- W è l'*equity value* del complesso aziendale oggetto di stima;
- EV è l'*enterprise value*;
- PFN è la posizione finanziaria netta, pari al valore dei debiti finanziari al netto della cassa e delle attività finanziarie prontamente liquidabili¹⁰;
- min è il valore delle *minorities*, cioè l'interessenza dei soci di minoranza nel capitale di società partecipate dalla società oggetto di stima (e consolidate integralmente).

* * *

Il tasso di attualizzazione (wacc), coerentemente con la prassi valutativa prevalente, è calcolato assumendo a riferimento una struttura finanziaria “medio-rappresentativa” di settore. In particolare, la formula valutativa adottata per la stima del wacc è la seguente:

$$wacc = Ke \cdot \frac{E}{D + E} + Kd \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{D + E} \quad (3)$$

dove:

- Ke e Kd sono, rispettivamente, il costo del capitale proprio e del capitale di debito lordo di imposta;
- E/(D+E) e D/(D+E) sono rispettivamente i “pesi”, “medio-rappresentativi” del settore, riferibili al capitale proprio (*equity*, E) e a quello di debito (*debt*, D) sul totale delle fonti di finanziamento (D+E);
- t è l'aliquota espressiva del risparmio d'imposta connesso alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

¹⁰ Tale aggregato va sottratto all'EV per ottenere l'*equity value* nel caso in cui le poste passive siano superiori per importo a quelle attive (o sommata nel caso opposto).

Il costo del capitale proprio (K_e), *input* necessario al calcolo del wacc secondo la formula (3), è espressivo della rischiosità specifica non diversificabile associata al complesso aziendale da valutare. Esso è quantificato secondo l'approccio del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), sulla base del seguente algoritmo:

$$K_e = r_f + \beta \cdot ERP + crp \quad (4)$$

dove:

- r_f è il rendimento degli investimenti privi di rischio (*risk-free rate*);
- β è il coefficiente espressivo del rischio sistematico (non diversificabile) del complesso aziendale oggetto di stima;
- **ERP** è il premio per il rischio tipico degli investimenti azionari (*equity risk premium*);
- **crp** è il premio per il rischio Paese in cui l'impresa opera (*country risk premium*).

La declinazione operativa del criterio è esposta nel § 3.2.1.

2.3. I criteri di valutazione di controllo.

2.3.1. Il criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.

Secondo tale criterio, il valore di un complesso aziendale è stimato sulla base di moltiplicatori calcolati assumendo a riferimento i prezzi di Borsa delle azioni di imprese comparabili a quelle oggetto di valutazione rilevati in periodi significativi.

La dottrina e la prassi distinguono tra multipli "*asset side*" o "*unlevered*" (EV/Ebitda, EV/Ebit, ecc.) e multipli "*equity side*" o "*levered*" (*Price/Earnings*, *Price/Book Value*, ecc.). I primi stimano direttamente il valore del capitale investito netto (*enterprise value* o "EV") del complesso aziendale e pervengono al calcolo del capitale proprio (*equity value*),

sommando algebricamente all'EV la Posizione Finanziaria Netta ("PFN"), le *minorities* e gli *equity investments*¹¹. I multipli *equity side* invece giungono direttamente alla quantificazione del valore del capitale proprio (*equity value*). Nel caso di specie, anche alla luce delle indicazioni rivenienti dagli *equity report* predisposti dagli analisti che seguono le imprese quotate del settore costruzioni (tra cui Impregilo), si è preferito riferirsi a multipli *asset side*, identificati sulla base delle *performance* di un campione di società quotate ritenute comparabili a quelle oggetto di stima.

In particolare, i multipli adottati sono i seguenti:

- (a) EV/Ebitda, che rapporta il valore economico del capitale investito netto dell'impresa (l'*enterprise value*), alla sua marginalità operativa lorda (Ebitda);
- (b) EV/Ebit, che rapporta l'*enterprise value* dell'impresa alla sua redditività operativa (Ebit).

Una volta selezionati i moltiplicatori, il criterio dei multipli di Borsa si sviluppa nelle seguenti fasi: (i) identificazione delle imprese quotate comparabili componenti il campione di riferimento; (ii) calcolo dei moltiplicatori selezionati per ciascuna delle imprese del campione ed elaborazione di uno o più moltiplicatori rappresentativi; (iii) applicazione alle pertinenti grandezze del complesso aziendale oggetto di valutazione del multiplo di sintesi osservato per il campione esaminato.

La declinazione operativa del criterio è esposta nel § 3.3.1.

2.3.2. Il criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.

La capitalizzazione di Borsa potrebbe essere considerata in via diretta solamente ai fini della stima del valore di mercato di Impregilo (Salini, infatti, non ha titoli quotati presso un mercato regolamentato). Nel rispetto del

¹¹ Si veda altresì la nota n. 9.

principio di omogeneità che deve ispirare le valutazioni di fusione, si può utilizzare la capitalizzazione di Borsa di Impregilo quale riferimento per la stima del valore economico di entrambe le Società, assumendo a tal fine i parametri impliciti nelle quotazioni rilevate per Impregilo. Ciò in ragione della similarità dei *business* delle Società e della loro reciproca complementarietà.

In particolare, l'approccio seguito si declina, nel caso di specie, nelle seguenti fasi:

- (i) determinazione della capitalizzazione di mercato di Impregilo, osservata lungo un periodo temporale significativo antecedente la data di riferimento della stima;
- (ii) calcolo di moltiplicatori (EV/Ebitda, EV/Ebit) impliciti nella valorizzazione di Impregilo *sub* (i). Si segnala, sin d'ora, che i multipli impliciti espressi dalle quotazioni dell'azione Impregilo possono essere calcolati, alternativamente, assumendo a riferimento (quale denominatore dei moltiplicatori prescelti):
 - a. le grandezze reddituali (Ebitda, Ebit) attese espresse nel *business plan* elaborato dal *management* di Impregilo;
 - b. le corrispondenti grandezze di Impregilo risultanti dalle stime (*consensus*) elaborate dagli analisti finanziari che seguono il titolo;
- (iii) applicazione dei multipli impliciti di Impregilo, calcolati nelle due varianti menzionate al punto precedente, alle grandezze reddituali (Ebitda, Ebit) tratte dai *business plan* di Salini e di Impregilo.

La declinazione operativa del criterio è esposta nel § 3.3.2.

3. L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.

3.1. I piani economico-finanziari di Impregilo e Salini.

I criteri di valutazione delineati nel cap. 2 sono stati applicati assumendo a riferimento i dati risultanti dai *Business Plan* ("BP") delle due Società per il

periodo 2013-2016, approvati dai rispettivi CdA in data 10 giugno 2013 (Salini) e 11 giugno 2013 (Impregilo).

I BP sono stati predisposti con l'ausilio di un comune consulente strategico (The Boston Consulting Group). La presenza di un consulente comune, ai fini della redazione dei *Business Plan* delle due Società, è considerata rilevante nella presente analisi valutativa in quanto concorre a rafforzare l'omogeneità di approccio alle stime del *management* delle due Società. Chi scrive ha avuto modo di rapportarsi con il *management* e con il consulente ai fini delle migliore comprensione delle ipotesi e delle valutazioni sottese ai piani.

I BP considerati nella stima dei concambi sono quelli consolidati di ciascuno dei due gruppi che si confrontano nella fusione. Con riguardo a Salini, il BP rileva distintamente i flussi di dividendi annui attesi (pro quota) generati da Impregilo dai flussi generati dall'attività operativa del Gruppo. Nello Stato Patrimoniale attinente il BP di Salini è indicata separatamente la partecipazione di controllo in Impregilo.

Si segnala che, in base a quanto esposto al sottoscritto, i due BP rappresentano l'evoluzione economico-finanziaria ritenuta ragionevole dal *management* dei due gruppi in una prospettiva *stand alone*. I BP, pertanto, non incorporano le sinergie che la fusione potrà generare. Essi invece includono le sole sinergie commerciali e industriali attese dall'accordo di cooperazione strategica sottoscritto dalle due Società in data 27 settembre 2012.

Le ipotesi di crescita del fatturato dei due gruppi sono ragionevolmente confrontabili. In particolare, per il periodo di piano, il *compounded average growth rate* (CAGR)¹² del fatturato Impregilo è pari al 16,4% mentre quello di Salini è pari al 18,7%. La dinamica del fatturato prospettico tiene conto sia dell'entità delle commesse già contrattualizzate alla data di riferimento della stima (c.d. *backlog*), sia del valore delle nuove commesse attese (c.d. *new order intake*) non ancora specificate né identificate alla medesima data. Le

¹² Il *compounded average growth rate* (CAGR) è pari alla media geometrica dei tassi di crescita annui osservati in un determinato periodo temporale.

ipotesi di sviluppo del fatturato e quelle delle marginalità relative alle nuove commesse sono identiche per i due gruppi. Entrambi i piani assumono che il *new order intake* annuo sia mediamente pari a € 3,7 miliardi. La misura delle nuove commesse annue attese appare superiore a quella risultante dai dati storici medi di Impregilo e di Salini (rispettivamente, in media, € 2,6 miliardi ed € 3,2 miliardi). I *management* ritengono ragionevoli le stime in parola anche considerato l'effetto dell'accordo commerciale stipulato nel corso del 2012. Il rapporto tra *backlog* e *new order intake* appare coerente nelle stime previsionali dei due gruppi. Infatti, la percentuale di ricavi riferiti a *backlog* cumulata sul periodo di piano rispetto al totale è pari a circa il 60% per Impregilo e per Salini.

Anche le redditività operative (esprese in termini di *Ebitda margin* e di *Ebit margin*) di Salini e Impregilo risultano sostanzialmente allineate. Infatti:

- l'*Ebitda margin* a tendere nel 2016 di Impregilo è pari al 12,5%, quello di Salini è il 13,0%;
- analoghe considerazioni valgono per l'*Ebit margin* nel 2016: 8,2% per Impregilo e 8,5% per Salini.

Dal lato patrimoniale, anzitutto si rileva che la dinamica e l'incidenza sul fatturato delle *capex* totali (del settore costruzioni e del settore concessioni) risultano coerenti tra Salini e Impregilo. In particolare:

- il CAGR 2013-2016 delle *capex* è sostenuto per entrambe le Società (26,9% per Impregilo, 38,9% per Salini);
- le incidenze delle *capex* sul fatturato di Salini e di Impregilo tendono a convergere lungo il periodo di piano. A fine piano (2016) tali incidenze sono pari a 7,2% per Impregilo e a 7,3% per Salini.

Differenziata tra i due gruppi è la dinamica dell'investimento in capitale circolante netto (*net working capital*, NWC¹³). Le difformità si spiegano alla

¹³ Esclusi i fondi per rischi / oneri e TFR.

luce delle specificità gestionali di Salini e Impregilo e dei relativi *backlog*¹⁴. Peraltro, si segnala che, con riguardo alle nuove commesse, le ipotesi di investimenti / disinvestimenti in capitale circolante netto sono omogenee per le Società.

3.2. L'applicazione del criterio di valutazione principale.

3.2.1. L'applicazione del criterio finanziario *unlevered*.

I valori economici di Impregilo e Salini, calcolati sulla base del criterio finanziario *unlevered*, sono riportati nella tabella n. 3.1.

Tabella n. 3.1 – I valori economici di Impregilo e Salini secondo il criterio finanziario *unlevered*.

Criterio finanziario <i>unlevered</i>		
(dati in € milioni)	Impregilo	Salini
Enterprise value (EV)	1.324	2.129
di cui valore Salini ex. partecipazione in Impregilo		848
Equity value complessivo (W)	1.469	1.426

Con riferimento agli aspetti applicativi, si segnala quanto segue:

- il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* del periodo di previsione analitica è stimato mediante l'attualizzazione, al costo medio ponderato del capitale (quantificato nei termini esposti nel punto successivo), dei *free cash flow* annui attesi nel periodo 2013-2018 per i complessi aziendali oggetto di valutazione. In particolare, (i) i flussi relativi al periodo 2013-2016 sono determinati sulla base dei piani di Salini e Impregilo approvati dai rispettivi CdA (descritti nei termini essenziali nel § 3.1); (ii) i flussi del periodo successivo (2017-2018) sono stati stimati attraverso un'estrapolazione dei dati di piano al fine di giungere ad una situazione a regime (c.d. "*steady state*") delle due Società.

¹⁴ In particolare si segnala che il NWC di Impregilo è influenzato nel periodo di piano dall'incasso dei corrispettivi già maturati sulle commesse venezuelane.

L'estrapolazione dei dati 2017-2018 è stata effettuata con l'obiettivo di giungere alla sostanziale convergenza delle dinamiche economico-finanziarie delle Società (a fine periodo di BP – 2016 – ancora significativamente influenzate dai progetti in *backlog*) verso una situazione rappresentativa di quella attesa nel medio-lungo termine (*steady state*), anche alla luce delle evidenze ritraibili dalle società comparabili. Nello *steady state*, infatti, il *backlog* è atteso in sostanziale esaurimento e i flussi reddituali delle due Società saranno generati esclusivamente dal *new order intake*¹⁵.

A seguito di approfondimenti svolti con il *management* di Impregilo, sono stati considerati nella valutazione gli effetti di taluni eventi attesi estranei all'attività ordinaria, apprezzandone il profilo di rischio;

- il costo medio ponderato del capitale (*wacc*), utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa del periodo di previsione analitica, è pari al 14,6% per Impregilo e al 13,2% per Salini. Tali saggi sono stati stimati – sulla base della formula (3) riportata nel § 2.2.1 – assumendo a riferimento una struttura finanziaria “medio-rappresentativa” di settore e adottando parametri di mercato.

I diversi valori dei tassi delle due Società sono associati ai differenti profili di rischio dei Paesi in cui esse operano (misura differenziata di *country risk premium*).

I *wacc* delle Società apprezzano, tra l'altro, i profili di rischio connessi alla realizzazione dei piani aziendali (c.d. “*execution risk*”);

- il *terminal value* (TV) è calcolato capitalizzando – ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*) ridotto del saggio di crescita previsto nel lungo termine (*g*; cfr. *infra*) – il flusso di cassa *unlevered* atteso per il periodo successivo all'ultimo di previsione analitica. Nel

¹⁵ Si ricorda, infatti, che l'accordo strategico del 27 settembre 2012 (cfr. § 1.1) prevede la partecipazione in egual misura (50% ciascuna) delle due Società a tutte le gare/commesse (e ai relativi ricavi e costi) avviate e vinte successivamente alla data di efficacia dell'accordo.

dettaglio, tale flusso è stato stimato assumendo a riferimento il dato relativo all'ultimo esercizio di previsione analitica (2018), incrementato del saggio di crescita g . Ai fini della capitalizzazione del flusso terminale, si è assunta una misura di $wacc$ uguale per le due Società (corrispondente a quella utilizzata per Salini con riferimento al periodo di previsione analitica, pari al 13,2%);

- il tasso di crescita g è stato assunto in misura pari all'1,75%, in coerenza con i saggi di inflazione attesi nel lungo termine nell'Eurozona¹⁶;
- gli *equity investments* si riferiscono alle partecipazioni di minoranza (non consolidate) detenute da Impregilo e da Salini. Tali poste, il cui valore non è incluso nella stima dell'*enterprise value*, sono state valorizzate in ragione dei valori di bilancio (*carrying amount*) al 31 dicembre 2012;
- la posizione finanziaria netta (PFN), utilizzata ai fini della stima dell'*equity value* delle due Società, è calcolata sulla base dei dati contabili esposti nelle situazioni patrimoniali consolidate pro-forma di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012 (le cui componenti di pro-formazione sono state descritte nel § 1.3). Va osservato che la PFN di Impregilo è caratterizzata da poste attive (cassa e attività finanziarie prontamente liquidabili) superiori per importo a quelle passive (debiti finanziari). Per tale motivo essa è sommata all'*enterprise value* di Impregilo al fine di giungere alla stima dell'*equity value*. Nel caso di Salini, invece, la PFN è negativa (cioè, i debiti finanziari sono superiori alle poste attive sopra menzionate): ai fini della stima dell'*equity value* tale PFN è sottratta all'*enterprise value*;
- le *minorities* (interessenze di terzi) esprimono la quota del valore di Impregilo e Salini di pertinenza degli azionisti di minoranza in imprese partecipate dalle Società e consolidate integralmente nei bilanci di gruppo delle medesime. Tali interessenze di terzi, valorizzate nel caso di

¹⁶ I dati di inflazione attesa sono tratti dal *World economic outlook* di fonte International Monetary Fund (IMF), aprile 2013.

specie sulla base del dato di bilancio al 31 dicembre 2012, sono state sottratte dalla stima dell'*equity value* di Impregilo e Salini;

- il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%) è pari al valore *pro quota* dell'*equity value* della partecipata¹⁷, stimato applicando il criterio in questione.

3.3. L'applicazione dei criteri di valutazione di controllo.

3.3.1. L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa di società comparabili.

I valori economici di Impregilo e Salini, determinati sulla base del criterio dei multipli di Borsa di società comparabili, sono riportati nelle tabelle n. 3.2 e 3.3.

Tabella n. 3.2 – Multiplo EV / Ebitda: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Campione allargato</u>				<u>Campione ristretto</u>			
	<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>		<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Multiplo EV/Ebitda adj.	4,3x	3,9x	4,3x	3,9x	4,2x	3,9x	4,2x	3,9x
Equity value complessivo (W)	1.326	1.567	1.326	1.642	1.302	1.567	1.285	1.643

Tabella n. 3.3 – Multiplo EV / Ebit: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Campione allargato</u>				<u>Campione ristretto</u>			
	<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>		<u>Impregilo</u>		<u>Salini</u>	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Multiplo EV/Ebit adj.	6,6x	6,0x	6,6x	6,0x	7,0x	6,3x	7,0x	6,3x
Equity value complessivo (W)	1.137	1.529	1.130	1.596	1.183	1.590	1.217	1.696

Con riferimento agli aspetti applicativi del criterio in esame, si segnala quanto segue:

¹⁷ Per le ragioni descritte nel § 2.1, nella stima del valore della partecipazione di Salini in Impregilo non è stato considerato il premio di maggioranza.

- il campione delle società comparabili di Impregilo e Salini utilizzato ai fini del calcolo dei multipli è stato costruito sulla base (i) delle informazioni desunte dai *database* finanziari Thomson Financial Reuters e Bloomberg e (ii) delle evidenze tratte dai *report* degli analisti che seguono Impregilo e altre società quotate del settore “costruzioni”. Il *panel* di *comparable* così individuato è composto da 10 società (nel seguito “Campione allargato”)¹⁸. Tra queste sono state identificate 4 imprese ritenute maggiormente comparabili (per attività svolta, area geografica e dimensione) rispetto a Impregilo e Salini (nel seguito “Campione ristretto”)¹⁹;
- con riferimento agli elementi informativi impiegati per il calcolo dei multipli (EV, Ebitda, Ebit), si segnala che, per ciascuna società del campione:
 - l’EV è pari alla capitalizzazione di Borsa (calcolata sulla base dei prezzi azionari medi, ponderati per i volumi negoziati, nei 3 mesi precedenti la data dell’11 giugno 2013) aggiustata, in aumento o in riduzione, per tener conto dei valori della PFN, degli *equity investment* e delle interessenze dei terzi (*minorities*). I valori di tali aggregati sono tratti dalle più recenti situazioni contabili disponibili;
 - i valori di Ebitda e di Ebit utilizzati sono quelli stimati dagli analisti finanziari per gli esercizi 2013 e 2014, tratti dal *consensus* di fonte Thomson Financial Reuters²⁰;
- i valori mediani dei moltiplicatori selezionati sono stati rettificati (in diminuzione) per tener conto del fatto che i multipli delle imprese comparabili risultano, in un periodo storico significativo,

¹⁸ Le società incluse nel Campione allargato sono le seguenti: Astaldi, Balfour Beatty, Bilfinger, Bouygues, Hochtief, Koninklijke BAM Groep, Lemminkainen, OHL, Skanska, Strabag.

¹⁹ Il Campione ristretto comprende le seguenti società: Astaldi, Hochtief, Skanska, Strabag.

²⁰ È stato escluso il multiplo basato sul *consensus* 2015 poiché i saggi di sviluppo del piano delle due Società e quelli considerati dagli analisti per i *comparable* non sono confrontabili.

sistematicamente e stabilmente più elevati di quelli osservati per Impregilo²¹;

- con riguardo ai dati specifici di Impregilo e Salini utilizzati nell'applicazione del metodo in esame si precisa che:
 - sono stati assunti i dati di Ebitda ed Ebit 2013 e 2014 di BP, rettificati, per Impregilo, al fine di eliminare l'effetto di poste non ricorrenti (“*non recurring items*”) in essi contenute;
 - le grandezze patrimoniali (*equity investments*, PFN e *minorities*) sono calcolate sulla base dei dati contabili esposti nelle più recenti situazioni patrimoniali consolidate di Impregilo e Salini, pro-formate nei termini esposti nel precedente § 1.3;
- a seguito di approfondimenti svolti con il *management*, l'*equity value* di Impregilo considera taluni effetti associati ad eventi attesi estranei all'attività ordinaria, apprezzati i relativi profili di rischio;
- il valore netto (ottenuto tramite l'applicazione dei moltiplicatori sopra indicati) degli elementi patrimoniali attivi e passivi di Salini diversi dalla partecipazione in Impregilo è stato rettificato, in riduzione, per le ragioni esposte nel § 2.1 (differente *status* dei titoli delle due Società);
- il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%) è pari al valore *pro quota* dell'*equity value* della partecipata, stimato applicando il criterio in questione.

²¹ Il nuovo *Business Plan* di Impregilo sviluppa la previsione analitica dei flussi di cassa in termini più estesi di quella rappresentata nel piano precedentemente approvato dal *management* e noto ai mercati in funzione dell'OPA. Il nuovo piano non pare invece caratterizzarsi per saggi di sviluppo dei suoi aggregati significativamente diversi da quelli assunti nel *business plan* precedente.

3.3.2. L'applicazione del criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo.

I valori economici delle Società, stimati sulla base del criterio dei multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo, sono riportati nelle tabelle n. 3.4 e 3.5²².

Tabella n. 3.4 – Multiplo EV/Ebitda implicito: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Multipli impliciti nel consensus</u>				<u>Multipli impliciti nel BP</u>					
	Impregilo		Salini		Impregilo			Salini		
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Multiplo EV/Ebitda adj.	3,7x	3,2x	3,7x	3,2x	4,1x	3,0x	2,3x	4,1x	3,0x	2,3x
Equity value complessivo (W)	1.202	1.369	1.114	1.319	1.287	1.287	1.287	1.260	1.186	1.282

Tabella n. 3.5 – Multiplo EV/Ebit implicito: i valori economici di Impregilo e Salini.

(dati in € milioni)	<u>Multipli impliciti nel consensus</u>				<u>Multipli impliciti nel BP</u>					
	Impregilo		Salini		Impregilo			Salini		
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Multiplo EV/Ebit adj.	6,3x	4,9x	6,3x	4,9x	7,9x	4,7x	3,6x	7,9x	4,7x	3,6x
Equity value complessivo (W)	1.102	1.320	1.065	1.253	1.287	1.287	1.287	1.413	1.199	1.292

Come anticipato nel § 2.3.2, il criterio è stato applicato secondo due varianti, che si differenziano per le grandezze reddituali (Ebitda, Ebit) di Impregilo utilizzate per il calcolo dei moltiplicatori impliciti nella sua valorizzazione di Borsa.

Nella prima variante (“multipli impliciti nel *consensus*”) le grandezze reddituali utilizzate per il calcolo dei multipli impliciti sono tratte dai *consensus* stimati per Impregilo dagli analisti finanziari; (ii) nella seconda (“multipli impliciti nel BP”) le grandezze sono tratte dal BP di Impregilo.

Ciò posto, i principali aspetti applicativi sono riassunti nel seguito:

- i multipli selezionati sono l'EV/Ebitda e l'EV/Ebit;

²² La stima eseguita in base ai multipli impliciti nel BP di Impregilo è estesa al 2015 poiché i saggi di sviluppo dei piani delle due Società sono confrontabili.

- con riferimento agli elementi informativi impiegati per il calcolo dei multipli impliciti, si precisa che:
 - l'EV è pari alla capitalizzazione di Borsa (calcolata sulla base dei prezzi medi dell'azione Impregilo, ponderati per i volumi negoziati, nei 3 mesi precedenti la data dell'11 giugno 2013) rettificata (i) in riduzione, in ragione della PFN (attiva) e degli *equity investment* di Impregilo e (ii) in aumento, delle interessenze dei terzi (*minorities*) della medesima società. I valori di tali aggregati sono tratti dall'ultima situazione contabile disponibile della società, pro-formata nei termini indicati nel § 1.3;
 - i dati di Ebitda e di Ebit di Impregilo adottati sono: (i) nella prima variante ("multipli impliciti nel *consensus*") quelli stimati dagli analisti finanziari per gli esercizi 2013 e 2014, tratti dal *consensus* di fonte Thomson Financial Reuters; (ii) nella seconda variante ("multipli impliciti nel BP") quelli previsti nel BP di Impregilo per il periodo 2013-2015, rettificati in ragione dei c.d. "*non recurring items*";
- ai fini dell'applicazione dei multipli ottenuti si segnala quanto segue:
 - i multipli sono stati applicati ai dati di Ebitda ed Ebit (2013-2014 o 2013-2015 a seconda della variante) tratti dai BP di Impregilo e di Salini. In coerenza con le scelte adottate in sede di applicazione dei multipli di Borsa, gli Ebitda e gli Ebit di Impregilo sono stati rettificati al fine di eliminare l'effetto delle poste non ricorrenti;
 - le grandezze patrimoniali (*equity investments*, PFN e *minorities*) sono calcolate sulla base dei dati contabili esposti nelle situazioni patrimoniali consolidate di Impregilo e Salini più recenti disponibili, pro-formate nei termini esposti nel precedente § 1.3;
- in coerenza con quanto svolto nel § 3.3.1, a seguito di approfondimenti svolti con il *management*, l'*equity value* di Impregilo considera taluni

effetti associati ad eventi attesi estranei all'attività ordinaria, apprezzati i relativi profili di rischio;

- in coerenza con quanto svolto nel § 3.3.1, il valore netto degli elementi patrimoniali attivi e passivi di Salini diversi dalla partecipazione in Impregilo è stato rettificato, in riduzione, per la motivazione descritta al precedente § 2.1 (differente *status* dei titoli delle due Società);
- il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%) è pari al valore *pro quota* dell'*equity value* della partecipata, stimato applicando il criterio in questione.

4. LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.

4.1. Capitale e numero di azioni di Impregilo e Salini.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Impregilo è suddiviso in n. 402.457.937 azioni ordinarie e in n. 1.615.491 azioni di risparmio, prive del valore nominale. Gli strumenti finanziari in parola sono quotati presso il Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. Alla medesima data, il capitale sociale di Salini è suddiviso in n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale unitario di € 1,00. Si precisa inoltre che, alla data in questione, entrambe le società non detengono azioni proprie in portafoglio.

Ciò posto, va segnalato che la fusione in esame si realizzerà mediante il concambio delle azioni ordinarie di Salini con azioni ordinarie di Impregilo. Le azioni di risparmio di Impregilo non sono quindi oggetto di concambio.

In tale contesto, i valori economici unitari delle azioni ordinarie di Impregilo e Salini, rilevanti per il calcolo del rapporto di cambio, sono determinati rapportando distintamente i valori economici del capitale (*equity value*) di Impregilo e Salini, stimati adottando i criteri descritti nel cap. 2 nei termini esposti nel cap. 3, alle basi azionarie di ciascuna Società.

In particolare, per il calcolo del valore economico unitario delle azioni ordinarie di Impregilo occorre considerare la compresenza nel capitale sociale

della società anche delle azioni di risparmio. A questo riguardo, secondo la più consolidata prassi e la più autorevole dottrina in materia, il valore economico unitario dell'azione ordinaria è ottenuto dividendo il valore economico complessivo del capitale delle Società (*equity value*) per il numero delle c.d. "azioni ordinarie equivalenti". Il numero complessivo delle azioni ordinarie equivalenti è il risultato della somma (i) del numero delle azioni ordinarie della società e (ii) di quello delle azioni di risparmio opportunamente riespresso. La riespressione del numero di azioni di risparmio è eseguita in funzione del rapporto fra i prezzi medi di Borsa delle due tipologie di azioni calcolati lungo un orizzonte temporale significativo. Nel caso di specie, l'orizzonte temporale assunto ai fini in parola è pari a 3 mesi solari antecedenti l'11 giugno 2013²³. Nella tabella n. 4.1 si espone il procedimento di calcolo del numero di "azioni ordinarie equivalenti" di Impregilo.

Tabella n. 4.1 – La determinazione del numero di "azioni ordinarie equivalenti" di Impregilo.

Calcolo azioni ordinarie equivalenti Impregilo	
N. azioni ordinarie	402.457.937
N. azioni di risparmio	1.615.491
Rapporto tra prezzo medio azione di risparmio e prezzo medio azione ordinaria	4,6x
N. azioni di risparmio riespresso in azioni ordinarie	7.450.195
N. azioni "ordinarie equivalenti"	409.908.132

4.2. I valori delle azioni e il rapporto di cambio.

Nel presente paragrafo si stima il rapporto di cambio tra le azioni di Impregilo e quelle di Salini sulla base dei criteri identificati. In particolare, nella tabella n. 4.2 sono riportati, distintamente per ciascuno dei criteri (finanziario *unlevered*, multipli di Borsa, multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo):

²³ In particolare, il rapporto in parola è stato quantificato tramite il confronto tra le medie, ponderate per i volumi scambiati, dei prezzi di riferimento delle due categorie di azioni di Impregilo (di risparmio e ordinarie) nel periodo menzionato (fonte: Thomson Financial Reuters).

- i valori economici complessivi (*equity value*) delle Società stimati nella prospettiva della fusione;
- i valori economici unitari delle azioni ordinarie di Impregilo e Salini, ottenuti rapportando l'*equity value* di ciascuna società al numero delle azioni (ordinarie per Salini e “ordinarie equivalenti” per Impregilo);
- il conseguente rapporto di cambio, consistente nel numero di azioni ordinarie della società incorporante (Impregilo) da offrire in sostituzione (concambio) di ogni azione ordinaria dell’incorporata (Salini) che sarà consegnata a servizio della fusione;
- la risultante interessenza di Salini Costruttori S.p.A. nel capitale ordinario di Impregilo *post* fusione.

I risultati esposti nella tabella n. 4.2 possono essere utilmente riportati a sintesi:

- con riguardo ai multipli di Borsa di società comparabili, mediando, per ciascun anno di riferimento (2013 e 2014) e per ciascun campione considerato (allargato e ristretto), i rapporti di cambio risultanti dall’applicazione dei multipli EV/Ebitda e EV/Ebit;
- analogamente, con riguardo ai multipli impliciti nelle quotazioni di Borsa di Impregilo, mediando, per ciascun anno di riferimento (2013-2014 o 2013-2015 a seconda della variante) e per ciascuna modalità applicativa (multipli impliciti nel *consensus* e multipli impliciti nel BP), i rapporti di cambio risultanti dall’applicazione dei multipli EV/Ebitda e EV/Ebit.

Tale rappresentazione di sintesi è riassunta nella terzultima colonna della tabella n. 4.2.

Tabella n. 4.2 – I valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri.

Tabella n. 4.2.a) – Valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri (Tabella n. 4.1.1)									
			Impregilo		Salini		Rapporto di cambio		Azionariato post fusione*
			complessivo (€ milioni)	azione (€)	complessivo (€ milioni)	azione (€)			% Salini Costruttori
Criterio finanziario <i>unlevered</i>			1.469	3,58	1.426	22,85	6,38x		89,85%
Tabella n. 4.2.b) – Valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri (Tabella n. 4.1.2)									
			Impregilo		Salini		Rapporto di cambio		Azionariato post fusione*
			W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)	W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)			% Salini Costruttori medio
Campione allargato	2013	EV/Ebit	1.137	2,77	1.130	18,11	6,53x	6,55x	90,07%
		EV/Ebitda	1.326	3,23	1.326	21,25	6,57x		90,09%
	2014	EV/Ebit	1.529	3,73	1.596	25,58	6,86x	6,87x	90,49%
		EV/Ebitda	1.567	3,82	1.642	26,32	6,88x		90,51%
Campione ristretto	2013	EV/Ebit	1.183	2,88	1.217	19,50	6,76x	6,62x	90,37%
		EV/Ebitda	1.302	3,18	1.285	20,59	6,48x		90,18%
	2014	EV/Ebit	1.590	3,88	1.696	27,19	7,01x	6,95x	90,68%
		EV/Ebitda	1.567	3,82	1.643	26,32	6,89x		90,60%
Tabella n. 4.2.c) – Valori economici complessivi e unitari di Impregilo e Salini e i conseguenti rapporti di cambio ottenuti a seguito dell'applicazione dei criteri (Tabella n. 4.1.3)									
			Impregilo		Salini		Rapporto di cambio		Azionariato post fusione*
			W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)	W complessivo (€ milioni)	W per azione (€)			% Salini Costruttori medio
Multipli impliciti nel consensus	2013	EV/Ebit	1.102	2,69	1.065	17,07	6,35x	6,22x	89,81%
		EV/Ebitda	1.202	2,93	1.114	17,85	6,09x		89,61%
	2014	EV/Ebit	1.320	3,22	1.253	20,08	6,24x	6,28x	89,64%
		EV/Ebitda	1.369	3,34	1.319	21,14	6,33x		89,71%
Multipli impliciti nel BP	2013	EV/Ebit	1.287	3,14	1.413	22,65	7,21x	6,82x	90,92%
		EV/Ebitda	1.287	3,14	1.260	20,19	6,43x		89,93%
	2014	EV/Ebit	1.287	3,14	1.199	19,22	6,12x	6,09x	89,47%
		EV/Ebitda	1.287	3,14	1.186	19,01	6,05x		89,37%
	2015	EV/Ebit	1.287	3,14	1.292	20,70	6,59x	6,57x	90,15%
		EV/Ebitda	1.287	3,14	1.282	20,55	6,54x		90,12%

* : si riferisce alle sole azioni ordinarie

4.3. Le analisi di sensitività.

Chi scrive ha sottoposto ad analisi di sensitività i risultati ottenuti mediante l'applicazione del criterio principale (finanziario *unlevered*) al fine di trarre ulteriori elementi di valutazione in merito alla stabilità relativa dei valori economici e dei conseguenti concambi al mutare della misura delle principali variabili soggette a stima.

In particolare, chi scrive ha inteso saggiare le variazioni dei valori economici e dei rapporti di cambio al mutare, nell'ambito di intervalli ragionevoli e adottando ipotesi tra loro coerenti, (i) di talune ipotesi sottese allo sviluppo industriale dei *business plan* delle due Società e (ii) di specifici parametri valutativi di mercato e di contesto. Le variabili sottoposte ad analisi di sensitività, in termini omogenei per entrambe le società, sono le seguenti:

- il valore atteso annuo delle nuove commesse (c.d. “*new order intake*”) e dei correlati ricavi. In particolare, si è ipotizzata una variazione pari al $\pm 5\%$, per ogni anno di piano, dei dati di ricavo attesi derivanti da nuovi ordini;
- la redditività operativa (*Ebit margin*) relativa al *new order intake*. Ai fini delle analisi di sensitività, tale redditività è stata aumentata / diminuita, per ogni anno del periodo di previsione e ai fini del calcolo del *terminal value*, in misura pari a $0,5\%$ (*50 basis point*);
- il costo medio ponderato del capitale (*wacc*), assunto entro un *range* di $\pm 0,5\%$ rispetto alla misura di riferimento (periodo di previsione analitica: $14,6\%$ per Impregilo, $13,2\%$ per Salini; perpetuità: $13,2\%$ per entrambe le Società);
- il tasso di crescita dei flussi di cassa atteso nel lungo termine (*g*), variato in misura pari al $\pm 0,5\%$ rispetto all'ipotesi di base ($1,75\%$).

Ad esito delle analisi sopra esposte, si osserva che la variabilità del rapporto di cambio (tra le azioni ordinarie di Salini e quelle di Impregilo), risultante dall'applicazione del criterio finanziario *unlevered* al mutare degli *input* valutativi selezionati si muove nell'ambito di una fascia relativamente contenuta. In particolare:

- la variazione congiunta dei ricavi e dell'*Ebit margin* relativi al *new order intake*, nei termini sopra indicati, definisce un intervallo di rapporti di cambio compresi tra 5,82 e 6,82 azioni ordinarie di Impregilo per ogni azione di Salini, con uno scostamento di circa $\pm 9\%$ degli estremi

dell'intervallo rispetto al valore ottenuto nello scenario "base" (6,38, cfr. § 4.2);

- la variazione congiunta del wacc e del saggio di crescita g , nei termini sopra indicati definisce un intervallo di rapporti di cambio compresi tra 6,07 e 6,70 azioni ordinarie di Impregilo per ogni azione di Salini, con uno scostamento di circa $\pm 5\%$ degli estremi dell'intervallo rispetto al valore ottenuto nello scenario "base".

4.4. I limiti, gli assunti e le principali difficoltà valutative.

La presente stima deve essere apprezzata alla luce dei limiti e degli assunti sottesi al lavoro svolto e delle difficoltà valutative affrontate nel caso di specie.

Con riguardo ai limiti e agli assunti si segnala che:

- si è fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli elementi informativi forniti dal *management* delle due Società, nonché dei dati tratti dalle banche dati utilizzate (cfr. § 1.3). Inoltre, il *management* ha rappresentato a chi scrive che, rispetto agli elementi informativi forniti, non esistono, alla data della presente relazione, nuovi fatti, eventi o circostanze che possono modificare significativamente il quadro informativo rappresentato al sottoscritto. Nessun riscontro è stato pertanto svolto dal sottoscritto con riguardo a tali aspetti;
- le proiezioni economico-finanziarie di Impregilo e Salini impiegate nella valutazione sono per natura caratterizzate da elementi di aleatorietà e incertezza. Chi scrive ha assunto che le proiezioni in parola rappresentino la stima più accurata e verosimile dell'evoluzione attesa per i complessi aziendali oggetto di fusione. Non sono state svolte analisi in merito alla validità e razionalità del disegno strategico sottostante l'evoluzione economico-finanziaria delle due Società. In proposito si evidenzia che i piani economico-finanziari in questione sono stati predisposti dai

- management* (e approvati dai rispettivi CdA) con il supporto del consulente strategico The Boston Consulting Group;
- nessun riscontro è stato svolto da chi scrive circa la correttezza e la completezza delle situazioni patrimoniali pro-forma al 31 dicembre 2012 e al 31 marzo 2013 impiegate nella stima, nonché la conformità delle valutazioni di bilancio alla normativa contabile applicabile alla fattispecie;
 - l'utilizzo di dati (quali i coefficienti beta e i multipli di Borsa) tratti da osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale;
 - le analisi svolte non hanno riguardato l'individuazione di eventuali passività potenziali che non fossero riportate nei documenti resi disponibili in *data room*. Nessuna analisi è stata effettuata circa l'attitudine alla continuità aziendale ("*going concern*") delle due Società oggetto di fusione.

Si segnalano inoltre le seguenti difficoltà valutative riscontrate nel caso di specie:

- con riferimento alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*"), i piani ipotizzano, secondo quanto rappresentato dal *management*, flussi (di ricavi e di costi) e consistenze (attività e di passività) coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere tuttavia che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
- come rilevato nel § 3.1, una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano (2013-2016) è associata a commesse

di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*"). Tenuto conto della natura del *business* delle costruzioni infrastrutturali (numero limitato di commesse aventi significativo valore unitario), le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà. Chi scrive ha apprezzato tale profilo di incertezza nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività, assumendo ipotesi più prudentziali con riferimento ai ricavi e alla marginalità attesi dalle nuove commesse (cfr. § 4.3);

- il *business* di Impregilo e Salini si sviluppa in prospettiva internazionale ed è quindi esposto a rischi geopolitici significativi. A titolo di esempio, si segnalano, per Impregilo, le commesse venezuelane e, per Salini, quelle africane (Etiopia, ecc.). Chi scrive, in sede di applicazione del criterio finanziario *unlevered* (cfr. § 3.2.1), ha apprezzato tali rischi valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi e incorporando nelle stime riferite alle attività in parola il maggior rischio Paese riferito a tali contesti;
- il piano di Impregilo ipotizza, tra l'altro:
 - l'incasso, nel corso del 2014, della penale (€ 97 milioni, al netto delle imposte) relativa alla risoluzione del contratto di appalto per la costruzione del ponte sullo Stretto di Messina stipulato tra lo Stato italiano e la società Eurolink S.C.p.A. ("Eurolink") appartenente al gruppo. Si precisa che tale aspetto è oggetto di contenzioso, in relazione al quale, ad oggi, non sono ancora state assunte decisioni degli organi giudicanti o in genere degli enti pubblici di riferimento;
 - l'incasso dei crediti derivanti dal contenzioso Fibe – CDR Campania per € 205 milioni nel 2013 (prezzo di cessione degli *asset* CDR, al netto degli oneri accessori) e per € 53 milioni nel 2014 (corrispettivo per la fornitura di servizi di rendicontazione). Al riguardo, va osservato che la Corte di Cassazione, con sentenza

resa nell'aprile 2013, si è espressa in senso favorevole ad Impregilo;

- la vendita, nel corso del 2013, di alcune partecipazioni del settore Impianti (Fisia, Fisia Babcock, Shangai Pucheng) e delle concessioni italiane.

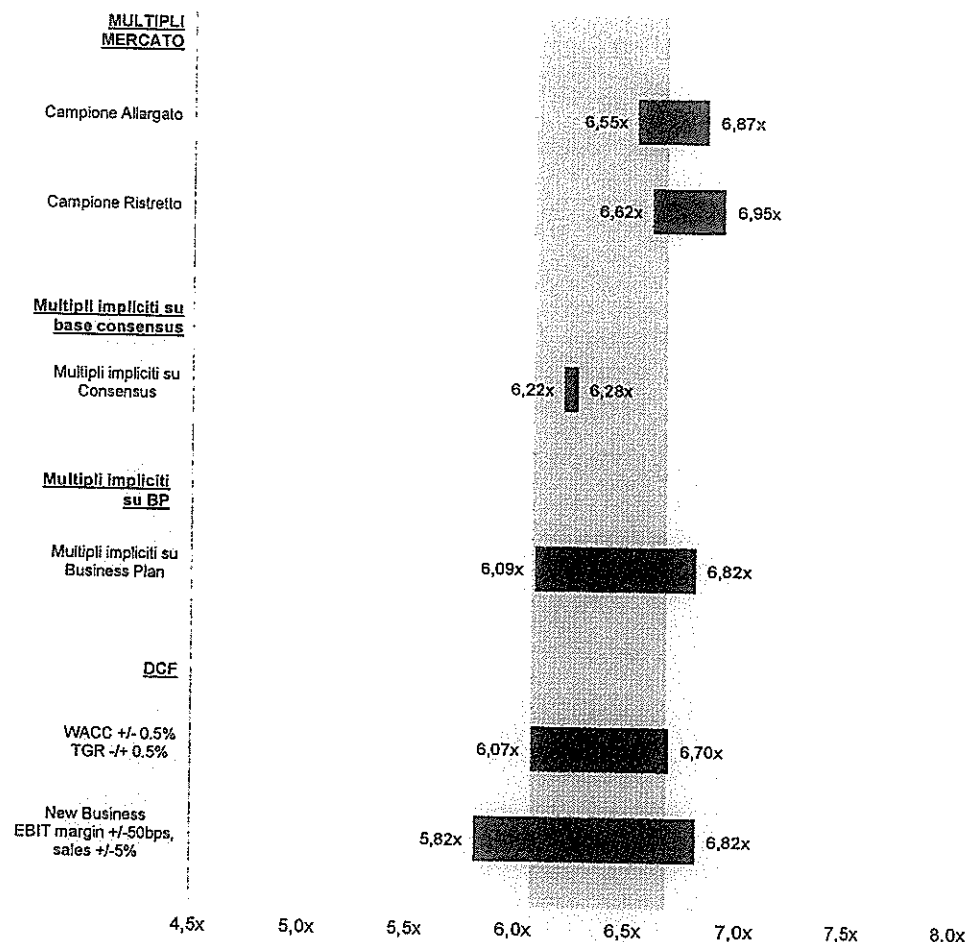
Il quadro degli eventi sopra indicati risulta, allo stato, caratterizzato da rilevanti profili di incertezza. Di tali profili di incertezza si è tenuto conto nelle stime;

- le stime di Impregilo presentano elementi di complessità per quanto attiene alla suddivisione del valore complessivo della società tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio. In particolare, premesso che tale suddivisione è stata svolta, secondo prassi, sulla base del calcolo delle “azioni ordinarie equivalenti”, le complessità sono legate alla scelta del periodo temporale di calcolo dei rapporti tra i prezzi di mercato delle azioni di risparmio e ordinarie.

4.5. Conclusioni sul rapporto di cambio.

Le analisi svolte hanno condotto a definire intervalli significativi di rapporti di cambio con l'ausilio del criterio principale di stima descritto nelle sue applicazioni al § 3.2.1 e con l'ausilio dei criteri di controllo descritti nei §§ 3.3.1 e 3.3.2. Tali intervalli di valori sono rappresentati nella tabella 4.2. Il § 4.3 descrive gli esiti dell'analisi di sensitività. La sintesi degli intervalli dei rapporti di cambio rilevanti è riportata nella figura 4.3, assumendo, per quanto attiene i multipli di Borsa e i multipli impliciti, i valori medi e, per quanto attiene il metodo principale, l'esito dell'analisi di sensitività nei suoi estremi di 6,07 e 6,70 (cfr. § 4.3).

Figura n. 4.3 – La sintesi dei rapporti di cambio.



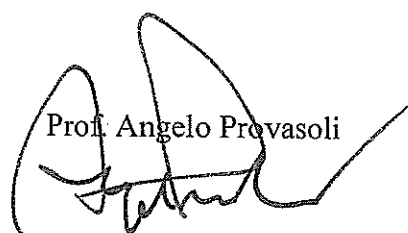
I dati riportati nella figura citata consentono di osservare conclusivamente che:

- il criterio principale di stima (finanziario *unlevered*) individua un intervallo significativo di rapporti di cambio compreso tra un minimo di 6,07 e un massimo di 6,70, con un riferimento centrale di 6,38;
- i metodi di controllo (multipli impliciti e multipli di Borsa) confermano, nel complesso, le risultanze ottenute mediante l'adozione del metodo principale, segnalando tuttavia rapporti di cambio che si collocano anche in prossimità del margine superiore dell'intervallo designato dal criterio principale.

* * *

Conclusivamente, all'esito del processo di stima condotto, in coerenza con l'incarico ricevuto (cfr. § 1.1), sulla base degli elementi informativi analizzati (cfr. § 1.3), dei metodi valutativi adottati (sia principale, sia di controllo), richiamati i limiti, gli assunti e le difficoltà valutative indicati nel § 4.4, tenuto anche conto delle analisi di sensitività condotte (i cui esiti sono sintetizzati nel § 4.3), chi scrive ritiene che l'intervallo compreso tra 6,07 e 6,70 azioni ordinarie di Impregilo per una azione ordinaria di Salini descriva l'insieme dei rapporti di cambio più significativi ed ugualmente congrui.

Milano, 24 giugno 2013


Prof. Angelo Provasoli

Roma, 24 giugno 2013

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Impregilo S.p.A.

Oggetto: parere del comitato degli amministratori indipendenti per le operazioni con parti correlate ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate di Impregilo S.p.A.

Egregi Signori,

facciamo riferimento alla prospettata operazione di integrazione che prevede la fusione per incorporazione in Impregilo S.p.A. (la "Società" o "Impregilo" o "Incorporante") di Salini S.p.A. ("Salini" o "Incorporanda" e, complessivamente, la "Fusione").

A tal proposito, come previsto dalla procedura per le operazioni con parti correlate della Società approvata dal Consiglio di Amministrazione nella riunione del 30 novembre 2010 (come successivamente modificata e integrata, di seguito: la "Procedura OPC"), il comitato di Amministratori Indipendenti costituito ai sensi della stessa Procedura OPC (il "Comitato OPC" o il "Comitato") è chiamato ad esprimere un preventivo parere vincolante sull'operazione (il "Parere").

Tale Parere è di seguito formulato.

1. Termini e condizioni della Fusione

Nel presente paragrafo si riportano le principali caratteristiche della prospettata Fusione, tenuto conto delle informazioni fornite dal *management* della Società e delle evidenze documentali acquisite dal Comitato OPC nell'ambito della fase istruttoria dell'operazione.

La Fusione si inserisce nel contesto di un più ampio disegno industriale e strategico, avviato nel 2011 da Salini Costruttori S.p.A. ("Salini Costruttori"), attuale socio unico di Salini, volto alla creazione di un "Campione Nazionale" nel settore delle costruzioni di opere e infrastrutture complesse, con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"), in grado di competere con i principali concorrenti internazionali in termini di economie di scala, di dimensioni e di complementarità geografica e settoriale.

Alla luce delle principali motivazioni dell'operazione di integrazione, vale a dire la creazione di un "Campione Nazionale" nel settore delle infrastrutture complesse con azioni quotate sul MTA, l'operazione che si intende sottoporre all'esame e all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Impregilo è la fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo.

In conseguenza del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per la realizzazione dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa il 6 febbraio 2013 (l'"OPA"), alla Fusione si applica l'art. 2501-*bis* cod. civ.

Pertanto:

- (a) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 2, e 2501-*ter* cod. civ. sono state indicate nella bozza di progetto di Fusione le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;
- (b) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3, e 2501-*quinqüies* cod. civ. sono state indicate nella bozza di Relazione degli Amministratori le ragioni che giustificano la Fusione, includendovi un piano economico e finanziario indicante

la fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;

- (c) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ., congiuntamente a Salini, Impregilo ha richiesto al Tribunale di Milano la nomina di un esperto comune avente il compito di attestare, nella propria relazione, la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione (l'“Esperto”); alla data del presente Parere si è in attesa della nomina dell'Esperto da parte del Tribunale di Milano;
- (d) ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 5, cod. civ. è stato richiesto a PriceWaterhouseCoopers S.p.A. (“PWC”), società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Impregilo, di rilasciare la propria relazione da allegare al progetto di Fusione.

Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle assemblee straordinarie, rispettivamente, di Impregilo e Salini, al verificarsi delle seguenti condizioni:

- (a) la mancata formulazione di un parere contrario dell'Esperto circa la congruità del rapporto di cambio;
- (b) l'ottenimento dell'attestazione dell'Esperto, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*bis*, comma 4, cod. civ., circa la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di Fusione sulle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione;
- (c) il mancato verificarsi - ovvero in caso di mancato avveramento della presente condizione, la mancata rinuncia alla stessa da parte delle società partecipanti alla Fusione - entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di situazioni o circostanze straordinarie di qualsiasi natura non ragionevolmente prevedibili alla data del Progetto di Fusione che, alla luce delle situazioni contabili prese in

considerazione per la determinazione del rapporto di cambio, incidano o siano suscettibili di incidere negativamente in misura sostanziale su una o entrambe le società partecipanti alla Fusione e/o sui gruppi ad esse facenti capo e sulle rispettive situazioni patrimoniali, economiche o finanziarie, o sul rispettivo andamento economico o finanziario, o sulle rispettive prospettive future, e sempreché gli effetti previsti non siano determinati da una variazione anche rilevante e sostanziale dei corsi di borsa delle azioni Impregilo.

In occasione della delibera di approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Impregilo, quest'ultima sarà chiamata ad approvare - con effetti dalla data di efficacia della Fusione ovvero successivamente qualora la riduzione dovesse essere attuata dopo tale data - una riduzione del capitale sociale di Impregilo stessa da Euro 718.364.456,72 ad Euro 500.000.000,00 vale a dire per un importo pari ad Euro 218.364.456,72, da destinare per Euro 100.000.000,00 a "*Riserva legale*" e per Euro 118.364.456,72 alla costituzione di una specifica riserva di patrimonio netto.

Come indicato nella bozza di progetto di Fusione, l'operazione di riduzione del capitale sociale - che lascerebbe invariata l'entità complessiva del patrimonio netto - si rende opportuna al fine di una migliore configurazione della struttura del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione, anche per ottimizzarne l'efficienza sotto il profilo della possibile operatività.

In considerazione del fatto che le azioni Impregilo sono prive del valore nominale, la riduzione del capitale non determinerà alcun annullamento di azioni.

Il rapporto di cambio, inteso come rapporto idoneo a esprimere il peso reciproco delle società partecipanti alla Fusione, è determinato in n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini (il "**Rapporto di Cambio**"). Pertanto, al socio unico dell'Incorporanda (Salini Costruttori), in caso di approvazione della Fusione spetteranno complessivamente n. 402.480.000 azioni ordinarie Impregilo.

Stante il Rapporto di Cambio come sopra indicato, la Fusione pertanto comporta l'assegnazione all'unico socio della Incorporanda, Salini Costruttori:

- (i) delle n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo, prive del valore nominale, attualmente in circolazione e detenute da Salini, nonché
- (ii) di ulteriori n. 44.974.754 azioni ordinarie di nuova emissione, prive del valore nominale.

I soci titolari di azioni ordinarie di Impregilo diversi dalla Incorporanda e i soci titolari di azioni di risparmio di Impregilo manterranno le loro azioni attualmente possedute.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Come indicato e motivato nella bozza di progetto di Fusione, l'operazione proposta - ivi compresa la prevista riduzione del capitale sociale - non dovrà essere sottoposta all'approvazione anche dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Impregilo in quanto i privilegi riconosciuti dallo statuto della Incorporante a tale categoria di azioni non subiscono alcun pregiudizio.

Tenuto conto del Rapporto di Cambio, ed assumendo che non si verifichino modifiche degli attuali assetti azionari di Impregilo e Salini, all'esito della Fusione Salini Costruttori verrà a detenere una partecipazione pari all'89,95% del capitale sociale ordinario dell'Incorporante.

L'operazione di Fusione non comporta l'esclusione dalla quotazione delle azioni Impregilo.

La Fusione produrrà effetti civilistici a far data dal 1° gennaio 2014 o dalla diversa data eventualmente indicata nell'atto di Fusione. A decorrere dalla data di efficacia della Fusione, Impregilo subentrerà a Salini in tutti i rapporti nei quali Salini era precedentemente parte, assumendone i diritti e gli obblighi.

Ai fini contabili e fiscali le operazioni della Incorporanda saranno imputate al bilancio della Incorporante a decorrere dalla suddetta data.

2. Rapporto di correlazione tra le società coinvolte nella Fusione

Il rapporto di correlazione tra Salini e Impregilo deriva dall'esistenza di una relazione partecipativa tra le due società. Alla data del presente Parere, infatti, a seguito dell'OPA e di successive operazioni sul mercato, Salini detiene n. 357.505.246 azioni pari all'88,83% del capitale sociale ordinario di Impregilo.

Salini, inoltre, per effetto della titolarità di tale partecipazione, esercita attività di direzione e coordinamento su Impregilo.

Ai sensi dell'Allegato 1 del regolamento Consob 17221/2010 (come successivamente modificato) (il "**Regolamento OPC**"), cui fa rinvio la Procedura OPC per la definizione delle parti correlate, *"un soggetto è parte correlata a una società se: (a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone: (i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; [...]"*.

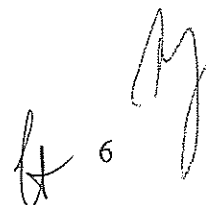
Ne consegue che Salini va qualificata come parte correlata di Impregilo in quanto esercita il controllo di diritto (nonché, come detto, attività di direzione e coordinamento) su di essa.

Sotto il profilo oggettivo, la Fusione è inoltre una "operazione" rilevante ai fini dell'applicazione della Procedura OPC. Infatti, come previsto dalla definizione di "Operazione con Parte Correlata" contenuta nella menzionata procedura, che sul punto riflette le previsioni del Regolamento OPC, *"si considerano comunque Operazioni con Parti Correlate: (i) le operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale, ove realizzate con parti correlate; [...]"*.

3. Sintesi delle attività svolte dal Comitato OPC

Il Comitato OPC è stato costituito con delibera del Consiglio di Amministrazione in data 18 luglio 2012. In tale sede sono stati nominati suoi componenti gli Amministratori Alberto Giovannini (con funzioni di Presidente), Marina

6



Brogi, Giuseppina Capaldo e Geert Linnebank. La composizione del Comitato OPC non ha subito variazioni da allora fino ad oggi.

A seguito dell'OPA promossa da Salini con l'obiettivo di realizzare il progetto "Campione Nazionale", il Consiglio di Amministrazione di Impregilo nella seduta del 13 maggio 2013 ha deliberato di dare avvio alle attività funzionali all'operazione di integrazione societaria con Salini.

Dopo l'assunzione della menzionata delibera consiliare, il Comitato OPC ha iniziato le attività finalizzate all'esame dell'operazione.

Innanzitutto, il Comitato OPC ha selezionato gli *advisors* da cui farsi assistere nell'ambito dell'operazione. Quale *advisor* finanziario ha selezionato Lazard S.r.l. ("Lazard" o l'"Advisor"); quale *advisor* legale è stato individuato lo Studio Legale Carbonetti e Associati.

Una particolare attenzione è stata rivolta alle attività di verifica dell'indipendenza degli *advisors*.

La verifica dell'effettiva indipendenza degli *advisors* è stata effettuata acquisendo specifiche dichiarazioni di indipendenza da parte degli *advisors* medesimi.

Il Comitato OPC ha incontrato e/o chiesto chiarimenti e approfondimenti al *management* di Impregilo e di Salini, ad un primario *advisor* industriale incaricato da Impregilo (l'"Advisor Industriale"), a PWC (quale società di revisione incaricata di rilasciare la relazione da allegare al Progetto di Fusione) e agli *advisors* finanziari di cui si sono avvalsi Impregilo (*Partners*) e Salini (Vitale e Associati).

Il Comitato OPC ha avuto accesso diretto alle informazioni ed ai documenti contenuti nelle *data rooms*.

L'attività dell'Advisor finanziario è stata realizzata attraverso la partecipazione ad incontri con il Comitato OPC, in occasione dei quali Lazard ha fornito al Comitato OPC un aggiornamento sulle informazioni acquisite mediante accesso alle *data rooms* virtuali allestite da Impregilo e Salini e sulle elaborazioni svolte in base alle dette

7



informazioni. L'attività di Lazard si è conclusa con la predisposizione di un parere in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio.

L'*advisor* legale ha assistito il Comitato OPC in ordine alla verifica dei profili legali dell'operazione.

Il Comitato OPC ha partecipato ad incontri per la definizione del Rapporto di Cambio. In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Impregilo, nella riunione dell'11 giugno 2013, ha delegato i Consiglieri Dott. Pietro Guindani e l'Ing. Laura Cioli, quali Amministratori indipendenti di Impregilo (gli "**Amministratori Indipendenti Incaricati**"), a svolgere le necessarie interlocuzioni con i rappresentanti di Salini in ordine alle discussioni relative al Rapporto di Cambio delle azioni delle società interessate al progetto di Fusione, il tutto avvalendosi delle valutazioni e delle informazioni relative a Impregilo e Salini nella disponibilità della Società e del supporto dei consulenti finanziari e legali incaricati da Impregilo.

Dal 13 maggio 2013 alla data del presente Parere il Comitato OPC si è riunito dieci volte ed ha partecipato, tramite suoi componenti, ad ulteriori quattro riunioni degli Amministratori Indipendenti Incaricati.

4. Valutazioni sulla congruità dell'operazione e sulla sussistenza dell'interesse della Società al suo compimento

4.1 Motivazioni di carattere industriale e considerazioni sull'indebitamento risultante dalla Fusione

Il quadro motivazionale e strategico della Fusione si inserisce nel contesto del progetto Campione Nazionale, da tempo noto agli azionisti ed al mercato e che il Consiglio di Amministrazione di Impregilo, già in occasione dell'OPA, aveva giudicato coerente con la strategia industriale di crescita della Società, così come sviluppata ed elaborata nel piano industriale approvato dallo stesso Consiglio di Amministrazione il 6 dicembre 2012.


 8

La Fusione viene prospettata come presupposto indispensabile per la piena realizzazione dei benefici dell'integrazione tra Salini e Impregilo auspicata nel progetto "Campione Nazionale" e in parte già conseguiti attraverso l'accordo strategico di collaborazione commerciale e organizzativa stipulato tra Impregilo e Salini il 27 settembre 2012.

Le motivazioni alla base del progetto di integrazione mirano al rafforzamento del posizionamento competitivo attraverso il consolidamento dei fattori critici di successo che caratterizzano i segmenti di *business* presidiati dai due Gruppi; tali motivazioni sono essenzialmente riconducibili agli obiettivi gestionali di:

- accrescimento della scala dimensionale con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie e miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali;
- condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti adottati;
- ottimizzazione e valorizzazione delle risorse interne e capacità di attirare nuovi talenti.

Dalla documentazione predisposta dal *management* in relazione alla Fusione risulta che, oltre ai benefici rivenienti dal rafforzamento strategico e competitivo, le maggiori dimensioni consentono di realizzare efficienze negli approvvigionamenti di beni e servizi per i cantieri (materiali, subappalti, assicurazioni, ecc.), di beni e servizi a supporto delle strutture centrali di sede (consulenze tecniche, utenze, viaggi, ecc.), e di macchinari e impianti (macchine *general purpose*, TBM, impianti di frantumazione, ecc.); viene indicato che la maggior parte di queste sinergie è realizzabile solo attraverso una fusione poiché è richiesta la piena condivisione delle strategie di approvvigionamento e l'impiego di tutte le leve di efficienza necessarie senza le limitazioni imposte dalla complessità connessa alla gestione di contratti di servizio articolati o sistemi di *transfer price*.

9



Nell'ambito dei propri lavori il Comitato OPC ha esaminato la bozza del piano economico e finanziario redatto dagli organi amministrativi anche sulla base del disposto di cui all'art. 2501-bis cod. civ. (il "**Piano**") e discusso, tra l'altro, le considerazioni relative ai benefici dell'integrazione con il *management* di Impregilo e con l'Advisor Industriale di cui Impregilo si è avvalsa per la stesura dei piani industriali *stand alone e combined*.

All'esito degli incontri avuti e alla luce della documentazione esaminata, il Comitato OPC ha preso atto che, ferme le sinergie commerciali attese derivanti dall'accordo strategico del 27 settembre 2012, sono previsti benefici addizionali dall'integrazione stimabili a regime, per l'esercizio 2016, in Euro 90-110 milioni, a fronte di una stima di costi straordinari di fusione stimati in Euro 25 milioni complessivi, distribuiti tra il 2013 ed il 2014.

Nelle descritte sinergie addizionali sono inclusi benefici sugli acquisti, sul personale in termini di *cost avoidance* e sulla riduzione degli investimenti grazie al miglior utilizzo degli *asset*.

È stato inoltre illustrato che una parte di questi benefici potrebbe essere conseguita anche grazie alla situazione di direzione e coordinamento e di controllo che oggi Salini esercita su Impregilo. E' stato stimato che tale situazione, in assenza dunque di Fusione, potrebbe consentire il raggiungimento solo di una quota minoritaria del potenziale sopra indicato.

Quanto alle considerazioni dell'indebitamento risultante dalla Fusione, la bozza di progetto di Fusione indica che, successivamente alla Fusione ed in coerenza con le previsioni del Piano e con le risorse che in tale ambito saranno generate, l'Incorporante disporrà di una capacità patrimoniale e finanziaria adeguata alle necessità rappresentate dalle obbligazioni di natura finanziaria come dettagliate nel precedente paragrafo. Tale considerazione è espressa, nella bozza del progetto di Fusione, anche nell'ipotesi per cui non si finalizzi l'emissione di un nuovo prestito obbligazionario – prospettata nella

medesima bozza del progetto di Fusione - che sostituisca in modo sostanziale il residuo finanziamento acceso da Salini ai fini dell'OPA e preveda scadenza nel 2018.

Il Comitato OPC ha discusso con il *management* e con gli *advisors* della Società il predetto Piano e le principali, sottostanti assunzioni. In particolare, il Comitato OPC ha analizzato criticamente, anche con il supporto dell'Advisor Industriale, l'impatto sul Piano dei diversi scenari negativi.

4.2 Valutazioni relative ai Rapporti di Cambio

Come già indicato, ai fini delle valutazioni finanziarie relative alla Fusione, il Comitato OPC ha richiesto un parere a Lazard in relazione alla congruità per Impregilo, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio proposto dal Consiglio di Amministrazione della Società all'esito della riunione del 13 maggio 2013.

A tal riguardo è stata utilizzata, come principale metodologia di valutazione, l'analisi dei flussi di cassa attualizzati. Inoltre, come metodologia di controllo rispetto alla suddetta metodologia principale, è stata utilizzata l'analisi di società comparabili che comprende (i) i multipli di mercato delle società comparabili quotate e (ii) il multiplo implicito di Impregilo calcolato sulla base del valore di mercato.

Viene allegata al presente Parere la lettera di Lazard che sintetizza le valutazioni nonché i risultati delle analisi dalla stessa svolte.

Il Comitato OPC ha discusso con Lazard i risultati delle valutazioni predette. Dalla discussione è emerso che l'intervallo di valutazione ivi previsto riflette le variazioni dei valori azionari come risultato di diverse ipotesi circa i fattori di sconto nel medio-lungo termine. Le diverse ipotesi su tali fattori sono giustificate dalle diverse assunzioni circa il rapporto di indebitamento delle società, dal relativo costo e, in generale, da una analisi di *sensitivity* circa i valori ottenuti.



5. Conclusioni

Il Comitato:

- sulla base dello svolgimento dei lavori sopra descritti;
- preso atto, attraverso la partecipazione ad incontri con gli Amministratori Indipendenti Incaricati, del processo seguito per la definizione del Rapporto di Cambio;
- esaminati nel loro complesso i termini e le condizioni della Fusione;
- analizzate le valutazioni effettuate dal proprio *advisor* Lazard, quanto agli aspetti finanziari, e sentito l'Advisor Industriale sugli aspetti di carattere industriale;
- preso atto del Piano redatto ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 3, cod. civ. e sentiti su questo il *management* di Impregilo, PWC e l'Advisor Industriale;
- esaminato il contenuto della bozza di progetto di Fusione e le valutazioni e motivazioni indicate nella bozza di relazione degli amministratori;
- preso atto della *fairness opinion* rilasciata da Lazard;

alla luce di quanto precede, e per quanto di propria competenza, esprime all'unanimità il proprio parere favorevole circa la sussistenza di un interesse della Società all'esecuzione della Fusione, sulla base dei termini indicati dal *management* nella bozza di progetto di Fusione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti.

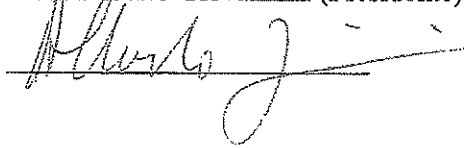
Il presente Parere è stato approvato dal Comitato all'unanimità dei suoi componenti nella riunione del 24 giugno 2013.

* * * *



Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si
porgono distinti saluti.

Dott. Alberto Giovannini (Presidente)

A handwritten signature in dark ink, appearing to be 'Alberto Giovannini', written over a horizontal line.

(all.: parere Lazard)

LAZARD

LAZARD S.R.L.
via dell'Orso, 2 - 20121 MILANO

CAP.SOC. € 5.000.000
Codice Fiscale e Numero Iscrizione
al Registro delle Imprese di Milano
R.E.A.N. 1595519
P.IVA 12912780157

TELEFONO +39 02 72312.1
FAX +39 02 860592

Spettabile
Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate di
Impregilo S.p.A.
Via dei Missaglia, 97
20142 Milano
Italia

Milano, 24 giugno 2013

Egregi Signori,

siamo stati informati del fatto che il Consiglio di Amministrazione di Impregilo S.p.A. ("Impregilo"), in data 13 maggio 2013, ha esaminato in via preliminare la possibile operazione di fusione per incorporazione di Salini S.p.A. ("Salini") e congiuntamente con Impregilo, le "Società") in Impregilo (l'"Operazione").

Inoltre, in base a quanto rappresentatoci ed, in particolare alla luce della bozza del progetto di fusione ricevuta, datata 24 giugno 2013 (la "Bozza di Progetto di Fusione"), il rapporto di cambio proposto nell'ambito dell'Operazione è stato individuato in 6,45 azioni ordinarie di Impregilo per ciascuna azione ordinaria di Salini (il "Rapporto di Cambio").

Sebbene alcune previsioni dell'Operazione siano riassunte nel presente parere, i termini e le condizioni dell'Operazione medesima sono indicati più specificamente nella Bozza di Progetto di Fusione.

A questo riguardo, ai sensi dell'articoli 5 e 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato (il "Regolamento Parti Correlate"), il Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate di Impregilo (il "Comitato") ha richiesto a Lazard S.r.l. (di seguito "Lazard") un parere in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio per Impregilo.

Ai fini al presente parere, abbiamo:

- (i) esaminato i termini e le condizioni finanziarie riportate nella Bozza di Progetto di Fusione;
- (ii) analizzato certe informazioni commerciali e finanziarie storiche relative alle Società, incluse le relazioni annuali delle Società relative ai tre anni che hanno avuto termine il 31 dicembre 2010, 2011 e 2012, le relazioni trimestrali delle Società al 30 settembre 2012 e, per Impregilo, la relazione trimestrale al 31 marzo 2013;
- (iii) esaminato le proiezioni predisposte dal *management* delle Società, relative al periodo 2013-2016 e altri dati che ci sono stati forniti dalle Società con riferimento all'attività delle stesse, ivi incluse le linee guida fornite dal management di Impregilo relative all'evoluzione dell'attività post-2016;
- (iv) discusso, con i *senior managers* delle Società e i membri del Comitato relativamente alle attività, le proiezioni e le prospettive delle Società;
- (v) esaminato informazioni pubbliche relative ad altre società operanti in settori da noi ritenuti in linea di principio compatibili con l'attività delle Società; e
- (vi) condotto gli altri studi, analisi e indagini finanziarie da noi ritenuti opportuni.

Ai fini della predisposizione del presente parere, abbiamo assunto e fatto affidamento, senza sottoporle a verifica indipendente, sulla correttezza e completezza di tutte le informazioni di cui sopra, incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie, le altre informazioni e relazioni forniteci e tutte le dichiarazioni rese dalle Società. Non abbiamo intrapreso alcuna indagine, valutazione o perizia

indipendente di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni. Qualsiasi integrazione, modifica o successivo aggiornamento delle informazioni sopra elencate può incidere sul presente parere e sulle ipotesi a partire dalle quali è stato elaborato. Non abbiamo fornito, ottenuto o esaminato, per Vostro conto, alcun parere specialistico, quali a titolo esemplificativo ma non esaustivo, pareri legali, contabili, attuariali, ambientali, informatici o fiscali, e, di conseguenza, il nostro parere non tiene in considerazione le possibili implicazioni di tali tipi di parere.

Abbiamo, inoltre, dato per assunto che la valutazione delle attività (inclusi tutti gli impianti ed attrezzature) e delle passività e le previsioni relative ai profitti e ai flussi di cassa, incluse le proiezioni relative alle spese in conto capitale future, effettuate dal *management* delle Società, siano congrue e ragionevoli. Non abbiamo effettuato alcuna indagine, valutazione o perizia indipendente di alcuna attività o passività delle Società, né abbiamo svolto alcuna valutazione in merito alla solvibilità di alcuna delle Società. Non assumiamo nessuna responsabilità, e non esprimiamo nessun parere, in merito a tali previsioni, proiezioni, le linee guida o le ipotesi su cui si basano. Inoltre, si nota che le nostre analisi e valutazioni finanziarie non riflettono le possibili sinergie che potrebbero risultare dall'Operazione.

E' stato richiesto a Lazard di predisporre il presente parere prima dell'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Impregilo dell'Operazione e di assumere e considerare che: (i) i Consigli di Amministrazione delle Società nonché il Comitato, valuteranno, a loro unico e indipendente giudizio e discrezione, e ciascuno separatamente, l'Operazione, prepareranno e provvederanno ad approvare il progetto di fusione, i resoconti e la relativa documentazione, che conterranno gli usuali termini e condizioni, oltre ad ottenere le valutazioni da parte di esperti indipendenti, il tutto in conformità alle leggi e ai regolamenti applicabili, (ii) l'Operazione sarà posta in essere in conformità con i termini e le condizioni di cui alla Bozza di Progetto di Fusione, senza modifiche di alcun termine o condizione sostanziale della stessa, e (iii) che tutte le approvazioni o autorizzazioni governative, regolamentari o di altro tipo, necessarie ai fini del completamento dell'Operazione, saranno ottenute senza alcun effetto negativo rilevante sulle Società. Inoltre, abbiamo appreso che il Consiglio di Amministrazione di Impregilo ha nominato PriceWaterhouseCoopers S.p.A. al fine di predisporre la relazione sul progetto di fusione da parte del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, ai sensi dell'articolo 2501-bis, comma 5, del Codice Civile. Nella predisposizione del nostro parere, abbiamo assunto che i dati di *business* e finanziari indicati nella relazione predisposta da PriceWaterhouseCoopers S.p.A. non differiranno dai dati di *business* e finanziari delle Società utilizzati ai fini della predisposizione del presente parere. Conseguentemente, si sottolinea che le conclusioni contenute nel presente parere potrebbero subire variazioni dipendenti da numerosi fattori, inclusi i termini e le condizioni effettive contenute nel progetto di fusione e nella documentazione correlata predisposta ed approvata dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini.

Il rapporto di cambio nell'ambito dell'Operazione che sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo sarà oggetto di una relazione di congruità dell'esperto nominato dal Tribunale di Milano, ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* Codice Civile. Le metodologie e i criteri da noi utilizzati potrebbero differire, in tutto o in parte, rispetto alle metodologie e ai criteri che potranno essere utilizzati dall'esperto indipendente nominato ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* Codice Civile e potranno quindi differire dai relativi risultati.

Inoltre, il presente parere si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato e sulle altre condizioni esistenti alla data del presente parere, nonché sulle informazioni che ci sono state fornite alla stessa data. Gli eventi verificatisi successivamente a tale data potrebbero incidere sui presupposti e sul contenuto del presente parere, tuttavia Lazard non assume alcun impegno ad aggiornare, modificare o confermare il presente parere. Inoltre, le previsioni finanziarie delle Società potrebbero essere influenzate dai cambiamenti che si verificano nel mercato delle costruzioni e infrastrutture e dalle leggi e dalle norme applicabili a tale mercato e dall'esito di alcuni contenziosi in corso ed eventuali contenziosi futuri delle Società.

Lazard agisce in qualità di *advisor* finanziario di Impregilo e riceverà una commissione al rilascio del presente parere da parte di Impregilo, come previsto dall'articolo 7, comma 1, lett. B) del Regolamento Parti Correlate.

Al

h

Precisiamo che, nel corso del 2013, Lazard ha assistito Impregilo, in virtù di quanto previsto dall'articolo 39, comma 1, lettera d), del regolamento emittenti della Consob di cui alla delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, rilasciando un parere al Consiglio di Amministrazione di Impregilo in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, per gli azionisti di Impregilo (diversi da Salini), del corrispettivo offerto da Salini nell'abito dell'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del testo unico di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Tale incarico è stato completato nel mese di aprile 2013.

Lazard ha inoltre assistito il Consiglio di Amministrazione di Impregilo, su richiesta e indicazione degli amministratori indipendenti dello stesso, nella valutazione dell'acquisizione della quota del 40% in Copenhagen Metro Team. Tale incarico è stato completato in data 17 giugno 2013.

Lazard o le altre società appartenenti al Gruppo Lazard potrebbero in futuro fornire servizi di consulenza finanziaria alle Società. Inoltre, si segnala che le azioni e gli altri titoli di Impregilo potranno essere negoziati dalle società appartenenti al Gruppo Lazard per proprio conto e per conto dei propri clienti. In particolare, fondi gestiti da parte di Lazard Asset Management LLC nonché conti di clienti da essa gestiti detengono circa il 9,981% di ASTM S.p.A. che a sua volta detiene il 100% di Igli S.p.A., che, negli ultimi 24 mesi, deteneva il 29,96% di Impregilo. Alla data del 10 maggio 2013 e secondo il "Resoconto intermedio di gestione - 31 marzo 2013" di ASTM S.p.A. reso pubblico da ASTM S.p.A., Igli S.p.A. risulta detenere lo 0,25% del capitale sociale ordinario di Impregilo. Lazard Asset Management LLC è una società separata e distinta da Lazard, sebbene entrambe siano indirettamente controllate da Lazard Group LLC. Dichiariamo pertanto che la gestione per conto terzi della suddetta partecipazione da parte di Lazard Asset Management LLC non pregiudica in alcun modo la posizione di indipendenza di Lazard, ai fini dell'incarico conferitoci da Impregilo in relazione all'Operazione.

Il presente parere è espresso esclusivamente a vantaggio del Comitato - nella sua piena autonomia di giudizio - in relazione all'Operazione e ai fini della stessa, mentre non è stato espresso per conto e non conferirà diritti o rimedi agli, né può esservi fatto affidamento da parte degli, azionisti delle Società, o ad alcun altro soggetto, e non sarà usato a fini diversi. Il presente parere si esprime soltanto sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio nell'ambito dell'Operazione, e non valuta alcun altro aspetto o implicazione dell'Operazione.

Il presente parere non si esprime sul merito dell'Operazione rispetto ad altre operazioni realizzabili o strategie attuabili da parte di Impregilo. Il presente parere non costituisce una raccomandazione, nei confronti di alcun soggetto, ad approvare l'Operazione ovvero ad accettare il Rapporto di Cambio.

Salvo ove espressamente previsto da leggi, regolamenti o da specifica richiesta di un'autorità governativa competente e, in particolare, quanto previsto dall'articolo 5, comma 5, del Regolamento Parti Correlate e dal relativo allegato 4, il presente parere è riservato e Voi non potrete utilizzarlo o divulgarlo, farvi riferimento o comunicarlo (in tutto o in parte) ad alcun terzo, ad alcun fine, senza la nostra preventiva autorizzazione scritta.

Il presente parere è soggetto ai termini ed alle condizioni della lettera di incarico sottoscritta tra Impregilo e Lazard in data 30 maggio 2013.

CRITICITÀ E LIMITAZIONI

Vengono identificate qui di seguito alcune criticità e limitazioni ritenute significative ai fini delle valutazioni e delle analisi svolte. Si evidenzia che eventuali divergenze, variazioni o differenze relativamente a quanto di seguito indicato potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni e delle analisi.

- (i) Le valutazioni e le analisi sono state effettuate utilizzando dati economici-finanziari prospettici elaborati dal *management* di Impregilo e Salini; tali dati, per loro natura, presentano profili di incertezza ed aleatorietà. Variazioni delle assunzioni alla base dei dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere;

- (ii) Le proiezioni predisposte dal *management* delle Società prevedono specifiche ipotesi ed assunzioni in merito alle tempistiche di realizzo di determinati eventi straordinari; variazioni delle tempistiche previste di tali eventi potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere;
- (iii) Le valutazioni e le analisi sono state effettuate utilizzando, sia per Impregilo che per Salini, proiezioni aggregate poiché non sono state fornite proiezioni di dettaglio per singola commessa ad eccezione delle due commesse di maggior rilievo (Venezuela per Impregilo e Etiopia per Salini);
- (iv) Le valutazioni e le analisi sono state effettuate utilizzando dati patrimoniali al 31 dicembre 2012, ove necessario rettificati sulla base degli eventi straordinari occorsi durante il periodo dal 31 Dicembre 2012 al 20 giugno 2013; per Salini non è stata resa disponibile la relazione trimestrale al 31 marzo 2013 e per coerenza anche per Impregilo sono stati presi a riferimento i dati patrimoniali al 31 dicembre 2012;
- (v) Le stime e le proiezioni riportate nei dati previsionali utilizzati per le valutazioni e le analisi ed i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, dipendono in misura sostanziale dalle ipotesi macroeconomiche, politiche e di scenario in cui le Società operano; l'attuale incertezza macroeconomica e possibili cambiamenti di variabili di contesto rilevanti, potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere; e
- (vi) I mercati finanziari sono attualmente caratterizzati da un'elevata volatilità, con conseguente volatilità dei valori e dei parametri di mercato utilizzati nelle analisi valutative effettuate, quali a titolo esemplificativo e non esaustivo, tassi di interesse e corsi azionari.

METODOLOGIE DI VALUTAZIONE E DI ANALISI UTILIZZATE

Quella che segue è una sintesi delle analisi finanziarie e metodologie di valutazione che Lazard ha ritenuto opportuno condurre in relazione alla predisposizione del suo parere. Tale sintesi non rappresenta una descrizione completa delle analisi poste alla base del parere di Lazard. La predisposizione di un parere è un procedimento complesso, che richiede numerose decisioni in merito ai metodi di analisi più idonei e pertinenti e all'applicazione di tali metodi alle circostanze del caso concreto, e, pertanto, non si presta facilmente a una descrizione sintetica.

Ai fini delle proprie analisi, Lazard ha considerato l'andamento del settore di riferimento, le condizioni commerciali, economiche, di mercato e finanziarie generali e altri fattori, molti dei quali esulano dal controllo delle Società. Nessuna società o attività utilizzata come metro di paragone nelle analisi di Lazard è identica alle Società e la valutazione dei risultati di tali analisi non è un esercizio interamente matematico. Le analisi richiedono, al contrario, considerazioni e giudizi complessi riguardanti le caratteristiche finanziarie e operative nonché altri fattori che potrebbero incidere sul valore di borsa o altre valutazioni delle società o delle attività utilizzate nelle analisi di Lazard. Le stime contenute nelle analisi di Lazard e gli intervalli risultanti da una particolare analisi non necessariamente riflettono i valori reali, né rappresentano una previsione di risultati o valori futuri, che potrebbero essere significativamente più o meno favorevoli di quelli suggeriti nelle analisi di Lazard. Inoltre, le analisi relative al valore di società, attività o titoli non mirano a stimare né a riflettere i prezzi a cui le società, le attività o i titoli potrebbero essere effettivamente venduti. Di conseguenza, le stime utilizzate e i risultati derivati dalle analisi di Lazard sono per loro natura soggetti ad una sostanziale incertezza.

Salvo ove diversamente specificato, le informazioni e dati quantitativi, nella misura in cui essi si basano su dati di mercato, sono stati assunti fino alla data del 20 giugno 2013.

Analisi Finanziarie

La principale metodologia di valutazione utilizzata è stata quella dell'analisi dei flussi di cassa attualizzati ("*Discounted Cash Flow*" o "*DCF*"), mentre come metodologia di controllo di quella principale è stata utilizzata l'analisi di società comparabili che comprende (i) i multipli di mercato delle società comparabili quotate, e (ii) il multiplo implicito di Impregilo calcolato sulla base del valore di mercato.

1) Analisi dei flussi di cassa attualizzati – DCF

Come sopra indicato, abbiamo utilizzato l'analisi dei flussi di cassa attualizzati come metodologia di valutazione principale. In particolare abbiamo utilizzato le proiezioni del *management* delle Società per il

periodo 2013-2016 e abbiamo estrapolato meccanicamente le proiezioni finanziarie dal 2016 al 2023 per raggiungere lo *steady state*, sulla base delle linee guida fornite dal *management* di Impregilo e che sono state applicate coerentemente anche alle proiezioni predisposte dal *management* di Salini.

Impregilo

Lazard ha eseguito un'analisi dei flussi di cassa operativi derivanti del business delle costruzioni di Impregilo ("Business Costruzioni Impregilo") e dei flussi cassa derivanti dal progetto di Impregilo in Venezuela. Quest'ultimo è stato analizzato separatamente in considerazione del suo diverso profilo di rischio e redditività.

I flussi di cassa operativi, al netto di imposte, ed il valore finale ("Terminal Value") del *Business Costruzioni Impregilo* sono stati attualizzati ad un costo del capitale calcolato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM); il *range* risultante dell'applicazione di tale metodologia è compreso tra il 12,0% ed il 14,0%. In particolare:

- (i) il tasso *risk-free* è stato determinato prendendo a riferimento il rendimento di titoli di stato tedeschi decennali privi di rischio;
- (ii) è stato utilizzato il *beta unlevered* delle società quotate comparabili; e
- (iii) l'*equity risk premium* è stato calcolato tenendo conto della diversificazione geografica del portafoglio ordini e del suo relativo rischio implicito.

La struttura finanziaria di Impregilo presenta una posizione di cassa per tutto il periodo di piano.

I flussi di cassa operativi, al netto di imposte, del progetto di Impregilo in Venezuela sono stati attualizzati ad un costo del capitale anch'esso calcolato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM); il *range* risultante dell'applicazione di tale metodologia è compreso tra il 19,0% ed il 20,0% in virtù della maggiore rischiosità associata al paese medesimo.

Lazard ha altresì calcolato il *Terminal Value* del *Business Costruzioni Impregilo*, determinato sulla base della metodologia di *Gordon*, applicando un tasso di crescita perpetua compreso tra 1,75% e 2,25%.

Ai fini della determinazione dell'*equity value* di Impregilo, ai valori risultanti dall'applicazione della metodologia *DCF* sono state sommate algebricamente alcune poste: (i) la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2012 al netto della cassa funzionale all'operatività di Impregilo pro-formata per la cessione della quota del 6,5% detenuta in Ecorodovias e per il dividendo straordinario deliberato dall'Assemblea degli Azionisti di Impregilo in data 30 aprile 2013 e corrisposto in data 23 maggio 2013, (ii) il valore di libro delle partecipazioni di minoranza, (iii) il valore delle attività di Impregilo diverse dal *Business Costruzioni Impregilo* e oggetto di dismissione, (iv) le azioni di risparmio, (v) le *minorities* e (vi) una stima dei possibili incassi derivanti dai contenziosi che Impregilo ha in corso.

Salini

Lazard ha eseguito un'analisi dei flussi di cassa operativi derivanti del business delle costruzioni di Salini ("Business Costruzioni Salini") e dei flussi cassa derivanti dal progetto di Salini in Etiopia. Quest'ultimo è stato analizzato separatamente in considerazione del suo diverso profilo di rischio e redditività.

I flussi di cassa operativi, al netto di imposte, ed il *Terminal Value* del *Business Costruzioni Salini* sono stati attualizzati ad un costo del capitale calcolato sulla base del *weighted average cost of capital* (WACC), calcolato come la media ponderata del costo del capitale, stimato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM), e del costo del debito al netto del relativo effetto fiscale; il *range* risultante dell'applicazione di tale metodologia è compreso tra il 9,35% ed il 10,65%. In particolare:

- (i) il tasso *risk-free* è stato determinato prendendo a riferimento il rendimento di titoli di stato tedeschi decennali privi di rischio;
- (ii) è stato utilizzato il *beta unlevered* delle società quotate comparabili;
- (iii) l'*equity risk premium* è stato calcolato tenendo conto della diversificazione geografica del portafoglio ordini e del suo relativo rischio implicito; e
- (iv) la struttura finanziaria è stata stimata prendendo come riferimento la struttura del capitale delle società quotate comparabili.

I flussi di cassa operativi, al netto di imposte, del progetto di Salini in Etiopia sono stati attualizzati ad un costo del capitale anch'esso calcolato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM); il range risultante dell'applicazione di tale metodologia è compreso tra il 14,5% ed il 15,5% in virtù della maggiore rischiosità associata al paese medesimo.

Lazard ha altresì calcolato il *Terminal Value* del *Business* Costruzioni Salini, determinato sulla base della metodologia di *Gordon*, applicando un tasso di crescita perpetua compreso tra 1,75% e 2,25%.

Ai fini della determinazione dell'*equity value* di Salini, ai valori risultanti dall'applicazione della metodologia *DCF* sono state sommate algebricamente alcune poste: (i) la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2012 al netto della cassa funzionale all'operatività di Salini pro-formata per il debito contratto per finanziare l'offerta pubblica su Impregilo, per il dividendo straordinario incassato in data 23 maggio 2013 e l'incasso derivante dalla cessione dei titoli Impregilo, (ii) il valore delle 357.505.246 azioni ordinarie di Impregilo risultante dall'analisi dei flussi di cassa attualizzati, (iii) le *minorities* e (iv) il valore di libro delle partecipazioni di minoranza.

Risultato derivante dall'applicazione della metodologia principale - DCF

Sulla base dei risultati derivanti dall'applicazione della metodologia principale, si ottiene un range dei valori del rapporto di cambio pari a 5,67-7,01 azioni ordinarie di Impregilo per ciascuna azione ordinaria di Salini.

2) Analisi di società comparabili

Ai fini dell'applicazione della metodologia dei multipli di mercato, Lazard ha analizzato e valutato alcune società quotate operanti nel settore delle costruzioni e infrastrutture che, per quanto a conoscenza Lazard in relazione a tali settori, risultano ragionevolmente paragonabili alle Società. Nello svolgimento di tali analisi, Lazard ha esaminato e valutato le informazioni finanziarie pubblicamente disponibili relative alle società selezionate comparabili ed ha applicato le metriche risultanti alle rispettive stime economico / finanziarie dalle Società stesse.

Per quanto non vi siano società quotate perfettamente confrontabili (per linee di *business*, mercati, rischi di azienda, prospettive di crescita, maturità del *business*, dimensione e dimensioni di affari) con le Società, Lazard ha selezionato un campione di società quotate ritenute – comunque – comparabili: Astaldi, Hochtief, Skanska e Strabag.

Sulla base delle stime degli analisti finanziari e di altre informazioni di pubblico dominio, Lazard ha esaminato il valore d'impresa (*Enterprise Value*) di ciascuna società comparabile selezionata come multiplo dell'EBIT e dell'EBITDA atteso nel 2013 utilizzando il prezzo puntuale dei titoli alla data del 20 giugno 2013 e la media ponderata dei prezzi negli ultimi 3 mesi.

Lazard ha così ottenuto i seguenti intervalli di multipli:

- (i) multiplo dell'EBIT compreso tra 8,6x e 9,0x, e
 - (ii) multiplo dell'EBITDA compreso tra 4,5x e 5,4x
- che ha applicato ai rispettivi dati stimati dalle Società per l'anno solare 2013.

Relativamente alla metodologia dell'analisi di società comparabili, Lazard ha inoltre considerato il multiplo implicito di Impregilo come multiplo dell'EBIT e dell'EBITDA atteso nel 2013 utilizzando il prezzo puntuale delle azioni ordinarie alla data del 20 giugno 2013 e la media ponderata dei prezzi negli ultimi 3 mesi. L'EBITDA e l'EBIT 2013 di Impregilo presi a riferimento provengono dalle proiezioni predisposte dal *management* di Impregilo.

Lazard ha così ottenuto i seguenti multipli:

- (i) multiplo dell'EBIT compreso tra 9,1x e 9,2x
 - (ii) multiplo dell'EBITDA pari a 4,6x e 4,7x
- che ha applicato ai rispettivi dati stimati dalle Società per l'anno solare 2013.

Handwritten signature and initials.

Ai fini della determinazione dell'*equity value* di Impregilo, ai valori risultanti dall'applicazione della metodologia dei multipli di mercato e del multiplo implicito di Impregilo sono state sommate algebricamente alcune poste: (i) la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2012 al netto della cassa funzionale all'operatività di Impregilo pro-formata per la cessione della quota del 6,5% detenuta in Ecorodovias e per il dividendo straordinario deliberato dall'Assemblea degli Azionisti di Impregilo in data 30 aprile 2013 e corrisposto in data 23 maggio 2013, (ii) il valore di libro delle partecipazioni di minoranza, (iii) il valore delle attività di Impregilo diverse dal *Business* Costruzioni Impregilo e oggetto di dismissione, (iv) le azioni di risparmio, (v) le *minorities* e (vi) una stima dei possibili incassi derivanti dai contenziosi che Impregilo ha in corso.

Ai fini della determinazione dell'*equity value* di Salini, ai valori risultanti dall'applicazione della metodologia dei multipli di mercato sono state sommate algebricamente alcune poste: (i) la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2012 al netto della cassa funzionale all'operatività di Salini pro-formata per il debito contratto per finanziare l'offerta pubblica su Impregilo, per il dividendo straordinario incassato in data 23 maggio 2013 e l'incasso derivante dalla cessione dei titoli Impregilo, (ii) il valore delle 357.505.246 azioni ordinarie di Impregilo risultante dall'analisi delle società comparabili, (iii) le *minorities* e (iv) il valore di libro delle partecipazioni di minoranza.

Risultati derivanti dall'applicazione della metodologia di controllo

Sulla base dei risultati derivanti:

- (i) dall'applicazione della metodologia dei multipli di mercato, si ottiene un *range* dei valori del rapporto di cambio pari a 5,90-7,01 azioni ordinarie di Impregilo per ciascuna azione ordinaria di Salini; e
- (ii) dall'applicazione della metodologia del multiplo implicito di Impregilo, si ottiene un *range* dei valori del rapporto di cambio pari a 6,03-7,32 azioni ordinarie di Impregilo per ciascuna azione ordinaria di Salini.

Il presente parere è regolato dalla legge italiana.

* * *

Sulla base di quanto precede e nei limiti di quanto evidenziato, riteniamo che, alla data odierna, il Rapporto di Cambio, sia congruo dal punto di vista finanziario per Impregilo.

Distinti saluti.

Lazard S.r.l.

