



Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Salini S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Salini S.p.A. in Impregilo S.p.A, redatta ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3, e 2501-*quinquies* cod. civ.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized capital letter 'Q' followed by a small flourish.

INDICE

1. Illustrazione dell'operazione.....	4
1.1. Descrizione delle Società Partecipanti alla Fusione	4
1.1.1. Società Incorporante.....	4
1.1.2. Società Incorporanda	5
1.2. Il contesto in cui si inserisce la Fusione: il progetto "Campione Nazionale™" e le sue fasi principali	7
1.2.1. L'avvio dell'investimento del gruppo cui appartiene Salini in Impregilo e la costituzione della Società Incorporanda	7
1.2.2. La richiesta di revoca degli amministratori precedentemente in carica e di nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione di Impregilo con il mandato di individuare le modalità operative più efficienti per implementare il progetto "Campione Nazionale™"	8
1.2.3. L'accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa	8
1.2.4. L'Offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria e il conseguimento, da parte di Salini, di una partecipazione pari al 92,08% del capitale sociale ordinario di Impregilo	9
1.2.5. La riduzione della partecipazione detenuta da Salini in Impregilo al di sotto del 90%	9
1.2.6. L'approvazione del Progetto di Fusione.....	9
1.2.7. L'emissione del Prestito Obbligazionario da parte di Salini	10
1.3. Inquadramento giuridico della Fusione	10
1.3.1. Natura "inversa" della Fusione	10
1.3.2. Natura di operazione di leveraged buy-out	11
1.3.3. Natura di operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate.....	12
1.3.4. Natura di operazione significativa di fusione ex art. 70 del Regolamento Emittenti	12
1.4. Condizioni cui è subordinato il perfezionamento della Fusione	12
2. Motivazioni, obiettivi gestionali e programmi formulati per il loro conseguimento.....	13
2.1. Accrescimento della scala dimensionale con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie; miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali	13
2.2. Condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti adottati	14
2.3. Ottimizzazione e valorizzazione delle risorse interne e capacità di attirare nuovi talenti	14
2.4. Programmi formulati per il conseguimento degli obiettivi gestionali	15
3. Piano economico e finanziario, con indicazione delle fonti delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni e la sostenibilità finanziaria ed economica dell'indebitamento della Società Incorporante a seguito della Fusione.....	16
3.1. Il Piano economico e finanziario	16
3.2. Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione.....	21



3.3.	Sviluppi recenti.....	25
3.4.	Fonti delle risorse finanziarie per il soddisfacimento dell'indebitamento finanziario della Società Incorporante a seguito della Fusione.....	26
3.5.	Sostenibilità finanziaria ed economica dell'indebitamento della Società Incorporante a seguito della Fusione	27
4.	Il Rapporto di Cambio stabilito e i criteri seguiti per la sua determinazione. Valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio	27
4.1.	Il Rapporto di Cambio	27
4.2.	Descrizione dei criteri di valutazione utilizzati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio ..	28
4.3.	Valori attribuiti alle azioni delle Società Partecipanti alla Fusione	34
4.4.	Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del Rapporto di Cambio.....	34
5.	Modificazioni statutarie e riduzione del capitale della Società incorporante	34
6.	Modalità di assegnazione delle azioni di Impregilo e data di godimento delle stesse	36
7.	Data di imputazione delle operazioni delle Società Partecipanti alla Fusione al bilancio di Impregilo, anche ai fini fiscali	37
8.	Riflessi tributari della Fusione sulle Società Partecipanti alla Fusione.....	38
9.	Previsioni sulla composizione dell'azionariato rilevante e sull'assetto di controllo di Impregilo a seguito della Fusione.....	38
9.1.	Azionariato rilevante e assetto di controllo di Impregilo	38
9.2.	Azionariato rilevante e assetto di controllo di Salini	38
9.3.	Previsione sulla composizione dell'azionariato ad esito della Fusione	38
10.	Valutazioni del Consiglio di Amministrazione sulla ricorrenza del diritto di recesso.....	39



RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI SALINI S.p.A. SUL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI SALINI S.p.A. IN IMPREGILO S.p.A., REDATTA AI SENSI DEGLI ARTT. 2501-BIS, COMMA 3, E 2501-QUINQUIES COD. CIV.

Signori Azionisti,

la presente Relazione è stata redatta dal Consiglio di Amministrazione della Vostra società per illustrare, sotto il profilo giuridico, industriale ed economico, le ragioni che giustificano la fusione per incorporazione (la “Fusione”) di Salini S.p.A. (“Salini” o la “Società Incorporanda”) in Impregilo S.p.A. (“Impregilo” o la “Società Incorporante” e di seguito, Salini e Impregilo, collettivamente, le “Società Partecipanti alla Fusione”) e il relativo progetto comune di fusione (il “Progetto di Fusione”).

* * *

1. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE

1.1. Descrizione delle Società Partecipanti alla Fusione

1.1.1. Società Incorporante

La Società Incorporante è **Impregilo S.p.A.**, con sede legale in Milano, Via dei Missaglia n. 97, capitale sociale interamente versato, pari, alla data attuale, a Euro 718.364.456,72 e suddiviso in n. 404.073.428 azioni, delle quali n. 402.457.937 azioni ordinarie e n. 1.615.491 azioni di risparmio, entrambe prive di valore nominale, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano: 00830660155, partita IVA: 02895590962, iscritta al R.E.A. di Milano al n. 525502, società soggetta a direzione e coordinamento da parte di Salini, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“MTA”).

La Società Incorporante nasce a metà degli anni Novanta dalla fusione di quattro importanti società di costruzioni italiane ed è un *player* mondiale attivo nel settore della progettazione e costruzione di grandi opere infrastrutturali, avendo per oggetto sociale 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 e all'estero.

La Società Incorporante opera in più di 30 paesi in 5 continenti, con una presenza consolidata nelle Americhe e in Italia ed un organico a fine 2012 pari a 11.890 dipendenti.

Forte di uno straordinario *know-how* tecnico e professionale, la Società Incorporante è oggi tra i protagonisti mondiali nella realizzazione di importanti impianti idroelettrici e grandi dighe (tra le quali si ricordano la Diga di



Ertan in Cina, la Diga di Tarbela in Pakistan e la diga di Karahnjukar in Islanda) e vanta la realizzazione di migliaia di chilometri di vie di comunicazione e di infrastrutture di trasporto: ferrovie (quali, ad esempio, le linee ad alta velocità Bologna-Firenze e Torino-Milano in Italia), metropolitane nelle principali città del mondo (Roma, Milano, Genova, Napoli, New York, Parigi, Singapore, Porto, San Pietroburgo, Montreal, Atene e Miami), strade e autostrade in aree urbane ed extra urbane.

Alcune tra le opere realizzate e in corso di realizzazione rappresentano oggi pietre miliari dell'evoluzione della tradizione ingegneristica italiana nel mondo: dal salvataggio dei Templi di Abu Simbel in Egitto, alla costruzione del Traforo del San Gottardo, fino all'ampliamento del Canale di Panama.

Si tratta di grandi opere infrastrutturali in Italia e nel mondo che ne confermano la *leadership* e una riconosciuta eccellenza realizzativa; il gruppo facente capo alla Società Incorporante (il "**Gruppo Impregilo**") vanta la costruzione di oltre 200 dighe ed impianti idroelettrici con una potenza complessiva installata di 25.000 MW, più di 1.000 km di gallerie completate, oltre 5.700 km di nuove linee ferroviarie, più di 30.000 km di strade e, negli ultimi 10 anni, 56 km di ponti e viadotti.

Al 31 dicembre 2012:

- i ricavi consolidati del Gruppo Impregilo ammontavano a 2.281 milioni di Euro. Tale valore è stato realizzato per circa il 77% all'estero e riflette soprattutto lo sviluppo del settore "*Costruzioni*" (+26,3%);
- l'EBITDA si attestava a 84,3 milioni di Euro, corrispondente ad un margine EBITDA pari al 3,7%;
- il risultato delle attività operative cessate era positivo per 717 milioni di Euro ed era quasi integralmente riconducibile all'operazione di dismissione della partecipazione nella concessionaria brasiliana EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A. (720,7 milioni di Euro);
- l'utile netto consolidato di pertinenza del Gruppo Impregilo era pari a 602,7 milioni di Euro;
- il patrimonio netto del Gruppo Impregilo ammontava complessivamente a 1,8 miliardi di Euro, mentre la posizione finanziaria netta consolidata era positiva per 566,7 milioni di Euro, per effetto dell'incasso di 750,6 milioni di Euro relativo alla cessione delle prime due *tranche* della partecipazione in EcoRodovias Infraestrutura e Logistica S.A., nonché del deconsolidamento del debito della medesima partecipata brasiliana per circa 121,6 milioni di Euro;
- il portafoglio ordini delle costruzioni e impianti ammontava a circa 10,6 miliardi di Euro.

1.1.2. Società Incorporanda

La Società Incorporanda è **Salini S.p.A.** con socio unico, sede legale in Roma, Via della Dataria n. 22, capitale sociale, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, pari a 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 al Registro delle Imprese di Roma: 11664581003, iscritta al R.E.A. di Roma al n.



1319966, società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte di Salini Costruttori S.p.A. ("Salini Costruttori").

La Società Incorporanda è un *leader* italiano nella realizzazione di grandi e complesse opere infrastrutturali, specializzato nel segmento dei progetti idroelettrici e nella costruzione di dighe, ferrovie, metropolitane, strade e autostrade, nell'edilizia civile e industriale nonché nei progetti integrati (comprendenti opere idriche, stradali, edilizie e industriali).

Negli oltre 75 anni di storia ed esperienza maturata nel settore, il gruppo cui appartiene la Società Incorporanda si è affermato tra i principali *player* a livello globale nel segmento della realizzazione "chiavi in mano" di progetti idroelettrici e Salini è posizionata al sesto posto nella classifica ENR 2012 (*Engineering News Record*) dei *Top International Contractors* nel segmento dei lavori idraulici. Tra i principali progetti in corso di esecuzione si segnala l'impianto idroelettrico GERD in Etiopia con i suoi 6.000 MW, ovvero il più grande impianto del continente africano in termini di capacità installata; nel segmento delle infrastrutture di trasporto, il gruppo facente capo a Salini (il "**Gruppo Salini**") è impegnato nella realizzazione della nuova metropolitana di Copenaghen, che rappresenta uno dei maggiori e più avanzati sistemi di trasporto urbano a livello mondiale; attraverso la controllata Todini Costruzioni Generali S.p.A. è stata completata con successo, per conto di Autostrade per l'Italia S.p.A., la sezione dell'autostrada A1 "*Variante di Valico*", vale a dire il tunnel autostradale di maggiore lunghezza in Italia; infine, il Gruppo Salini sta completando i 410 km del corridoio internazionale di collegamento tra l'Europa e la Cina lungo l'antica via della seta.

La Società Incorporanda opera in oltre 50 paesi distribuiti in 5 continenti, con una presenza consolidata in aree geografiche come l'Africa, dove il Gruppo Salini opera da oltre 50 anni, l'Asia, nella quale è riuscito a costruire un solido vantaggio competitivo nel corso dell'ultimo decennio, e l'Europa, dove è impegnata nella realizzazione delle maggiori infrastrutture di trasporto. Al 31 dicembre 2012, la Società Incorporanda impiegava oltre 19.000 dipendenti ed era impegnata nella realizzazione di oltre 40 progetti.

Nel corso del 2012, il Gruppo Salini ha registrato un nuovo *record* personale in termini di volume di affari, confermando la forte crescita realizzata negli ultimi anni (nel periodo 2006-2012 i ricavi sono cresciuti in media di oltre il 26% all'anno) anche per linee esterne valorizzando le referenze tecniche e le competenze sviluppate nel settore.

Al 31 dicembre 2012:

- i ricavi consolidati del Gruppo Salini erano pari 1.838 milioni di Euro, realizzati per circa l'88% all'estero, a testimonianza del solido posizionamento competitivo del Gruppo Salini in aree geografiche ad alto potenziale di crescita;
- l'EBITDA ha raggiunto i 189,6 milioni di Euro con un margine sui ricavi pari al 10,3%;



- l'utile consolidato ante-imposte era di 369,5 milioni di Euro e beneficiava degli effetti della valutazione della partecipazione in Impregilo (+ 274 milioni di Euro) in base al metodo del patrimonio netto;
- il patrimonio netto consolidato si è attestato a circa 594 milioni di Euro, mentre l'indebitamento finanziario netto era pari a circa 163,2 milioni di Euro (dopo aver effettuato investimenti in azioni Impregilo per complessivi 297 milioni di Euro, di cui 174 milioni di Euro durante il 2012);
- il portafoglio ordini consolidato ammontava a circa 9,6 miliardi di Euro.

1.2. Il contesto in cui si inserisce la Fusione: il progetto “Campione Nazionale™” e le sue fasi principali

La Fusione si inserisce nel contesto di un più ampio disegno industriale e strategico, avviato nel 2011 da Salini Costruttori, attuale socio unico della Società Incorporanda, 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.

1.2.1. L'avvio dell'investimento del gruppo cui appartiene Salini in Impregilo e la costituzione della Società Incorporanda

Salini Costruttori ha iniziato a investire in Impregilo a partire dal settembre 2011, ritenendo l'investimento strategico e finalizzato a creare le basi per un dialogo costruttivo e funzionale ad instaurare una collaborazione industriale con Impregilo, nonché facilitare un'ipotesi di crescita dimensionale d'impresa orientata a poter meglio competere sui mercati internazionali (cfr. il comunicato stampa del 4 ottobre 2011, a disposizione sul sito internet <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “Stampa - Comunicati”). L'investimento è proseguito in più *tranche* nei mesi di ottobre e dicembre 2011. In data 20 dicembre 2011, la partecipazione detenuta da Salini Costruttori in Impregilo ha superato il 15% (cfr. il comunicato stampa del 20 dicembre 2011, a disposizione sul sito internet <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “Stampa - Comunicati”).

Nel mese di dicembre 2011, Salini Costruttori ha costituito Salini e conferito alla stessa, in data 21 dicembre 2011 e con efficacia dal 1° gennaio 2012, il ramo d'azienda operativo nel settore delle costruzioni infrastrutturali, comprensivo di tutti i rapporti giuridici a esso inerenti e svolti, direttamente e indirettamente, in Italia e all'estero, comprensivo altresì della partecipazione in Impregilo.

Salini ha quindi proseguito il proprio investimento in Impregilo, incrementando la propria partecipazione sino al 20% alla data del 15 febbraio 2012 (cfr. il comunicato stampa del 15 febbraio 2012, a disposizione sul sito internet <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “Stampa - Comunicati”) e sino al 25% alla data del 22 marzo 2012 (cfr. il comunicato stampa del 26 marzo 2012, a disposizione sul sito internet <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “Stampa - Comunicati”).



1.2.2. La richiesta di revoca degli amministratori precedentemente in carica e di nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione di Impregilo con il mandato di individuare le modalità operative più efficienti per implementare il progetto "Campione Nazionale™"

In data 19 aprile 2012, Salini ha richiesto la convocazione di un'assemblea dei soci di Impregilo ai sensi dell'art. 2367 cod. civ., con 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". Tale assemblea è stata successivamente convocata per il 12 luglio 2012. In vista di tale assemblea, Salini ha presentato una lista di 15 candidati (la "Lista Salini"), di cui 9 muniti dei requisiti di indipendenza di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") e al Codice di Autodisciplina delle società quotate promosso da Borsa Italiana S.p.A. (il "Codice di Autodisciplina") e ha avviato una sollecitazione di deleghe di voto ai sensi degli artt. 136 e seguenti del TUF, illustrando i propri programmi per Impregilo e la realizzazione del progetto "Campione Nazionale™". Oltre alla Lista Salini, è stata presentata un'altra sola lista di candidati da parte del socio IGLI S.p.A. ("IGLI") (titolare, alla data dell'assemblea in questione, di una partecipazione pari a circa il 29,96% del capitale sociale ordinario di Impregilo). Anche IGLI ha svolto una sollecitazione di deleghe di voto ai sensi degli artt. 136 e seguenti del TUF. La seduta del 12 luglio 2012 è stata rinviata di cinque giorni, al 17 luglio 2012, sulla base dell'istanza presentata nel corso dei lavori assembleari dal socio IGLI ai sensi dell'art. 2374 cod. civ.. Durante la seduta tenutasi il 17 luglio 2012, la Lista Salini è risultata la più votata e, pertanto, 14 (di cui 8 muniti dei requisiti di indipendenza di cui al TUF e al Codice di Autodisciplina) dei 15 componenti il Consiglio di Amministrazione di Impregilo sono stati tratti da tale lista; il 15° componente (munito dei requisiti di indipendenza di cui al TUF e al Codice di Autodisciplina) è stato tratto dalla lista presentata da IGLI.

1.2.3. L'accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa

In tale contesto, e al fine di avviare una strategia di collaborazione tra il gruppo cui appartiene Salini e il Gruppo Impregilo, volta a cogliere le opportunità di mercato e di incremento di valore per entrambi i suddetti gruppi, nonché a conseguire risparmi di costi per effetto di sinergie operative e industriali, in data 27 settembre 2012, Impregilo e Salini Costruttori hanno sottoscritto un accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa, che disciplina procedure di coordinamento delle rispettive organizzazioni, ferme restando le individualità, le strutture e la consistenza delle singole imprese, al fine di: (a) individuare, valutare e proporre agli organi competenti di ciascuna delle parti la definizione delle possibili sinergie commerciali e industriali; e (b) selezionare le iniziative commerciali aventi ad oggetto infrastrutture e grandi opere complesse di potenziale interesse per entrambe le parti e disciplinare la partecipazione alle relative gare di appalto, vale a dire la predisposizione e la presentazione congiunta di offerte.



1.2.4. L'Offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria e il conseguimento, da parte di Salini, di una partecipazione pari al 92,08% del capitale sociale ordinario di Impregilo

In data 6 febbraio 2013, il Consiglio di Amministrazione di Salini ha assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (l'“**Offerta**”), ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma 4, del TUF e delle applicabili disposizioni del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (“**Regolamento Emittenti**” o “**RE**”), avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Impregilo e non detenute da Salini (pari a n. 282.381.888 azioni prive di valore nominale, corrispondenti a circa il 70,16% del capitale sociale ordinario sottoscritto e versato di Impregilo). Per effetto delle adesioni all'Offerta (ivi incluse le adesioni pervenute durante il periodo di riapertura dei termini *ex art. 40-bis* del Regolamento Emittenti), Salini è divenuta titolare di complessive n. 370.575.589 azioni ordinarie Impregilo, pari al 92,08% del capitale sociale ordinario, per un esborso totale di Euro 1.001.998.160,00 (cfr. il comunicato stampa del 30 aprile 2013 a disposizione sul sito *internet* <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “OPA”).

Per far fronte all'esborso complessivo previsto in relazione all'Offerta, in data 13 marzo 2013, Salini ha sottoscritto con Banca IMI S.p.A. e Natixis S.A. - Succursale di Milano un 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**”), come meglio descritto nel successivo Paragrafo 3.2 (cfr. anche il documento di Offerta disponibile, tra l'altro, sul sito *internet* <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “OPA”).

1.2.5. La riduzione della partecipazione detenuta da Salini in Impregilo al di sotto del 90%

In data 17 maggio 2013, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, Salini ha comunicato di aver completato (il giorno precedente) le operazioni per arrivare a detenere una partecipazione nel capitale sociale ordinario di Impregilo inferiore al 90% e, precisamente, pari all'89,7% (cfr. il comunicato stampa del 17 maggio 2013, a disposizione sul sito *internet* <http://campionenazionale.salini.it> - sezione “OPA”). Successivamente a tale data, Salini ha proceduto ad ulteriori operazioni di vendita di azioni sul mercato per effetto delle quali, alla data della presente Relazione, la Società Incorporanda detiene n. 357.505.246 azioni ordinarie, pari all'88,83% del capitale sociale ordinario di Impregilo.

1.2.6. L'approvazione del Progetto di Fusione

Alla luce dell'esito positivo dell'Offerta, in linea con le motivazioni ivi espresse ed i programmi futuri prospettati, rispettivamente in data 13 e 14 maggio 2013, i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini hanno deliberato di avviare tutte le attività propedeutiche, strumentali, connesse o funzionali alla realizzazione, in tempi brevi, di un processo di integrazione societaria.



Successivamente, in data 24 giugno 2013, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, ritenendo la Fusione la modalità operativa più efficiente per implementare il progetto “Campione NazionaleTM”, hanno approvato il Progetto di Fusione, comprensivo dello statuto sociale della Società Incorporante ad esito della Fusione (accluso alla presente Relazione *sub* “Allegato 1”, i cui elementi essenziali sono di seguito illustrati), tra l’altro conferendo, disgiuntamente tra loro, al Presidente e all’Amministratore Delegato, mandato a definire e pubblicare la presente Relazione. Il Progetto di Fusione è stato predisposto (e, quindi 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 ai sensi dell’art. 2501-*quater* cod. civ..

Il Progetto di Fusione e i suoi allegati sono stati depositati presso le sedi sociali di Salini e Impregilo e pubblicati sui rispettivi siti *internet* in data 30 giugno 2013. Il Progetto di Fusione è stato trasmesso per l’iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano e quello di Roma, ai sensi dell’articolo 2501-*ter*, terzo comma, cod. civ., in data 1° luglio 2013. L’iscrizione è avvenuta in data 2 luglio 2013, quanto al Registro delle Imprese di Milano, e in data 3 luglio 2013, quanto al Registro delle Imprese di Roma.

1.2.7. L’emissione del Prestito Obbligazionario da parte di Salini

In data 1 agosto 2013, Salini ha completato l’emissione di un prestito obbligazionario, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2410 e seguenti cod. civ. (il “**Prestito Obbligazionario**”), a tasso fisso, rivolto esclusivamente a investitori istituzionali e quotato sul mercato borsistico irlandese (*Irish Stock Exchange*). L’ammontare complessivo delle obbligazioni collocate dalla Società Incorporanda è stato pari a 400 milioni di Euro. Dette obbligazioni, che sono state collocate a un prezzo pari al 99,477% del valore nominale, hanno godimento dal 1° agosto 2013 e pagano un tasso nominale annuo lordo pari al 6,125%. La data di scadenza del Prestito Obbligazionario è fissata al 1° agosto 2018. Nel contesto dell’offerta pubblica di sottoscrizione, Banca IMI S.p.A., Natixis S.A. e UniCredit Bank AG hanno agito in qualità di *joint lead managers* e *joint bookrunners*.

I proventi netti del Prestito Obbligazionario sono stati utilizzati da Salini ai fini del rimborso parziale del Finanziamento OPA (cfr. il successivo Paragrafo 3.3).

1.3. Inquadramento giuridico della Fusione

1.3.1. Natura “inversa” della Fusione

Alla luce delle principali motivazioni dell’operazione di integrazione, vale a dire la creazione di un “*Campione NazionaleTM*” 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 Salini è la fusione (c.d. *inversa*) per incorporazione di Salini in Impregilo.



La Fusione determinerà l'estinzione della Società Incorporanda Salini.

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

1.3.2. *Natura di operazione di leveraged buy-out*

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

- (a) ai sensi degli 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) ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ., hanno richiesto congiuntamente e ottenuto dal Tribunale di Milano la nomina di un esperto comune (l' "**Esperto Comune**"), con il compito, *inter alia*, 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 TILLY REVISIA S.p.A.. La relazione dell'Esperto Comune, resa in data 5 agosto 2013, è messa a disposizione del pubblico, tra l'altro, sul sito *internet* <http://campionenazionale.salini.it> - sezione "*Progetto Fusione*" contestualmente alla pubblicazione della presente Relazione;
- (c) ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 5, cod. civ., hanno affidato a PriceWaterhouseCoopers S.p.A., società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Impregilo, di rilasciare la propria relazione da allegare al Progetto di Fusione. In data 28 giugno 2013, PriceWaterhouseCoopers S.p.A. ha rilasciato la suddetta relazione, acclusa al Progetto di Fusione.

Infine, ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3, e 2501-*quinqies* cod. civ., il Consiglio di Amministrazione di Salini ha indicato di seguito nella presente Relazione 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 (cfr. il successivo Capitolo 3).

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..

Per una descrizione dei principali termini e delle caratteristiche del contratto di Finanziamento OPA si rinvia al documento di Offerta, a disposizione sul sito *internet* <http://campionenazionale.salini.it> - sezione "OPA".



1.3.3. Natura di operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate

A meri fini di completezza, si segnala che in conseguenza del rapporto di controllo di diritto di Salini su Impregilo, che si è instaurato all'esito dell'Offerta, nonché visti gli indici di rilevanza di cui al Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 ("**Regolamento OPC**") e la procedura approvata dal Consiglio di Amministrazione di Impregilo ai sensi dell'art. 2391-bis cod. civ. e dell'art. 4, commi 1 e 3, del Regolamento OPC, come da ultimo modificata in data 13 maggio 2013, l'operazione di Fusione integra gli estremi, per l'emittente quotata Impregilo, di un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza".

In tale contesto, Impregilo ha - *inter alia* - redatto un documento informativo ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC e in conformità allo Schema di cui all'Allegato 4 al Regolamento OPC medesimo, che è stato messo a disposizione del pubblico in data 1° luglio 2013 ed è a disposizione sul sito *internet* www.impregilo.it - sezione "*Investor relations - Fusione Salini Impregilo*".

1.3.4. Natura di operazione significativa di fusione ex art. 70 del Regolamento Emittenti

Sempre a fini di completezza, si segnala altresì che, 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, per l'emittente quotata Impregilo, 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 ⁽¹⁾, di derogare (c.d. *opt out*) all'adempimento previsto dall'art. 70, comma 6, RE ⁽²⁾, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare sulla Fusione, Impregilo metterà 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.

1.4. Condizioni cui è subordinato il perfezionamento della Fusione

Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle assemblee straordinarie, rispettivamente, di Salini e Impregilo, al mancato verificarsi - ovvero, in caso di mancato avveramento della presente condizione, alla mancata rinuncia alla stessa da parte delle Società

⁽¹⁾ 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".

⁽²⁾ 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".

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 (come di seguito definito), 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. MOTIVAZIONI, OBIETTIVI GESTIONALI E PROGRAMMI FORMULATI PER IL LORO CONSEGUIMENTO

La Fusione costituisce il presupposto per la piena realizzazione dei benefici dell'integrazione tra Salini e Impregilo auspicata nel progetto "*Campione Nazionale*TM" e in parte già conseguiti attraverso l'accordo strategico di collaborazione commerciale e organizzativa stipulato il 27 settembre 2012 tra Salini Costruttori e la Società Incorporante (cfr. Paragrafo 1.2.3). L'operazione di Fusione rientra in un progetto industriale e strategico di creazione di un unico importante gruppo (il "**Gruppo post Fusione**"), operante a livello mondiale nel settore delle grandi opere civili, che si collocherà tra i primi operatori del settore globale e tra i maggiori attori industriali nel panorama italiano. 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.

2.1. Accrescimento della scala dimensionale con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie; miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali

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.

Notoriamente, le grandi opere civili (per tali intendendosi quelle eccedenti 1 miliardo di Euro di valore) sono spesso accompagnate da bandi di gara che restringono la partecipazione a società che superano certe soglie dimensionali e di taglia patrimoniale. Tali aspetti diventano ancor più rilevanti se si aggiunge che le grandi opere sono mediamente ben più profittevoli rispetto alle commesse di piccole o medie dimensioni, e ciò sia per le



chiare economie di scala realizzabili nei cantieri, sia per la presenza di pochi *player* globali in grado di soddisfare i requisiti più stringenti imposti dai committenti e di gestire la complessità dei progetti stessi.

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*).

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.).

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*.

Le maggiori dimensioni aziendali e il significativo miglioramento atteso del profilo di crescita industriale della nuova realtà consentiranno di avere un accesso più facile ai mercati internazionali dei capitali e a condizioni di maggior vantaggio per effetto del minor grado di rischiosità percepito per un gruppo di grandi dimensioni.

2.2. Condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti adottati

Salini e 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.

2.3. Ottimizzazione e valorizzazione delle risorse interne e capacità di attirare nuovi talenti

Un ulteriore vantaggio della Fusione deriva dalla possibilità di allocare le risorse umane ai diversi progetti in maniera efficiente (es. progettisti, *project managers*, capi cantiere, ecc.), 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. Per esempio, 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.

2.4. Programmi formulati per il conseguimento degli obiettivi gestionali

Il processo di integrazione verrà svolto nel pieno rispetto delle condizioni necessarie per assicurare una Fusione di successo e mitigare i potenziali rischi ad essa connessi.

La Fusione e la successiva integrazione comporteranno, come normalmente accade in questi casi, alcuni costi straordinari, tra cui i costi associati a consulenze fiscali, legali, strategiche e i costi dell'integrazione dei sistemi *Information & Communication Technology* (ICT).

Il *management* della Società intende conseguire gli obiettivi gestionali della Fusione attraverso programmi che mirano a una:

- completa focalizzazione sul *core business* delle costruzioni attraverso:
 - la dismissione, in buona parte già realizzata e in fase di completamento, delle attività ritenute non più strategiche, come le concessioni mature e il *business* dell'impiantistica;
 - la partecipazione selettiva a progetti di costruzione previsti da alcune concessioni *greenfield*, ma con chiara strategia di uscita e dismissione delle attività per non appesantire il capitale investito;
- rigorosa selezione delle opportunità di sviluppo in base a ben precisi parametri di redditività e di generazione di cassa come guida delle future iniziative commerciali:
 - il ragguardevole livello attuale del portafoglio ordini congiunto, pari 19,9 miliardi di Euro a fine 2012, permetterà al Gruppo post Fusione di selezionare le opportunità di crescita in modo attento e selettivo (evitando, pertanto, il perseguimento di una strategia di crescita a "qualunque costo");
- selezione delle gare per cui presentare offerte basata sui seguenti due principi cardine:
 - *focus* globale sulle grandi commesse;
 - rafforzamento della presenza in paesi ben identificati (i.e. EU, Asia Centrale, Africa, Americhe) per beneficiare dei chiari vantaggi connessi ad una presenza continuativa e consistente;
- diversificazione del *business* tramite ingresso in pochi e selezionati paesi considerati attraenti per dimensioni e redditività:



- tipicamente, paesi con più di 50 miliardi di Euro di investimenti previsti nelle strade, ferrovie, dighe e metropolitane nei prossimi 5 anni (i.e. USA, Brasile, Turchia, Medio Oriente, Canada, Australia).

3. PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO, CON INDICAZIONE DELLE FONTI DELLE RISORSE FINANZIARIE PREVISTE PER IL SODDISFACIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI E LA SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA ED ECONOMICA DELL'INDEBITAMENTO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE A SEGUITO DELLA FUSIONE

3.1. Il Piano economico e finanziario

Il Piano economico e finanziario redatto dagli organi amministrativi di Salini e Impregilo (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 in 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 un’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 le procedure previste dai principi contabili internazionali ai fini della determinazione del *fair value* delle attività nette acquisite (la c.d. *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 e 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 una più omogenea rappresentazione delle grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie del Gruppo Post 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 dal Gruppo Salini e dal Gruppo Impregilo, in continuità con i bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2012.

(iii) Per quanto attiene all'orizzonte temporale, sono state utilizzate le informazioni prospettiche del Gruppo Salini e del Gruppo Impregilo 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 tabella riportata nel seguito del presente Paragrafo) 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 il Gruppo Impregilo e il Gruppo Salini; 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

marginale 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 di cui sopra;

- 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; nonché (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 crono-programma 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-contractor* 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 e in linea con la media storica delle due Società Partecipanti alla Fusione, 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, Unione Europea 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 e oneri finanziari in base all'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto;



- della stima delle imposte determinata con una tassazione annua media del 33% dell'EBIT.

(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, 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 (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 e al rifinanziamento del debito con emissione del Prestito Obbligazionario (cfr. il precedente Paragrafo 1.2.7 e il successivo Paragrafo 3.3). Nel Piano, infine, è stata considerata un'ipotesi di *payout ratio* del 40% nel periodo 2014-2016.

L'approccio utilizzato consente di pervenire a 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 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. appartenente al Gruppo Impregilo. 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). Cfr. il successivo Paragrafo 3.3;
 - (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.

3.2. Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione

Fra la data di riferimento delle situazioni contabili utilizzate ai fini del Progetto di Fusione e la data di approvazione del Progetto di Fusione medesimo, sia la Società Incorporanda, sia la Società Incorporante 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 della società brasiliana 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 promossa da Salini e conclusasi definitivamente nel mese di maggio 2013, ha comportato l'impiego di risorse finanziarie a servizio della stessa Offerta, ottenute nel corso della prima parte dell'esercizio 2013 attraverso l'accensione del Finanziamento OPA, fino a complessivi 1.410,0 milioni di Euro, meglio descritto nel seguito del presente Paragrafo, che nell'ambito dell'Offerta è stato utilizzato, alla data del 2 maggio 2013 (vale a dire la data di pagamento del corrispettivo dell'Offerta ad esito della riapertura dei termini dell'Offerta medesima), per complessivi 1.217,0 milioni di Euro circa;
- la distribuzione di un dividendo pari a Euro 1,49 per azione ordinaria, deliberato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti di Impregilo il 30 aprile 2013 per complessivi 602,6 milioni di Euro, comprensivi delle competenze degli azionisti di risparmio, ha consentito, per la componente incassata dall'azionista Salini e pari a 534,5 milioni di Euro 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 di tali obbligazioni, pari a 113,7 milioni di Euro circa, è stato rimborsato integralmente nel mese di maggio 2013;
- a seguito, infine, 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 e complessivamente pari a 54,1 milioni di Euro all'ulteriore rimborso parziale del Finanziamento OPA.

Tenuto conto della significatività di quanto appresso descritto, e dei relativi effetti di natura finanziaria omogeneamente considerati ai fini della predisposizione del Piano, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, pertanto, l'indebitamento finanziario complessivo consolidato pro-forma delle Società partecipanti alla fusione si presentava sostanzialmente differente rispetto a quanto risultante dalle rispettive situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2012.

Al 31 maggio 2013, la posizione finanziaria netta del Gruppo Salini e del Gruppo Impregilo si presentava 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 € mln
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 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 erano stimabili in complessivi 1.435,1 milioni di Euro. Detti finanziamenti risultano principalmente 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 il Finanziamento OPA per un importo massimo complessivo pari a Euro 1.410.000.000,00, 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 ordinarie Impregilo 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. 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).

Il rimborso del Finanziamento OPA è attualmente previsto, in conformità con le previsioni del relativo Contratto di Finanziamento, per il 31 dicembre 2014 (cfr. il successivo Paragrafo 3.3). Tuttavia, il Contratto di Finanziamento 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 497,9 milioni di Euro circa. Tale categoria accoglie un finanziamento su base c.d. *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 e un *pool* di finanziatori (Cassa Depositi e Prestiti, BNP Paribas e Banca Popolare di Sondrio) per complessivi 100 milioni di Euro, 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 75 milioni di Euro (il cui debito residuo in linea capitale è stimabile in 53 milioni di Euro circa), 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.

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 243,7 milioni di Euro, l'indebitamento esistente a supporto dei fabbisogni di capitale circolante dei principali progetti infrastrutturali in corso di realizzazione da parte del Gruppo Salini e del Gruppo Impregilo, per le parti di propria pertinenza e che, ove riferiti a progetti eseguiti in *joint venture* con *partner* terzi, sono controgarantiti *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 9,8 milioni di Euro. 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 in novembre 2010 dalla società controllata Impregilo International Infrastructures N.V., è interamente garantito da Impregilo S.p.A. 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 154,2 milioni di Euro è integralmente riferito al capitale in scadenza nel 2015, ed è valutato secondo quanto previsto dal metodo del "costo ammortizzato", comprensivo della stima relativa agli interessi maturati e non ancora liquidati.

3.3. Sviluppi recenti

Tenuto conto dell'evoluzione dell'attività operativa delle Società Partecipanti alla Fusione per il periodo intercorso tra la data di approvazione del Progetto di Fusione e la data della presente Relazione, l'indebitamento finanziario, sia a livello netto sia a livello lordo, sostanzialmente coerente con le ipotesi alla base del Piano 2013-2016 di cui si è precedentemente dato conto, si presenta differente rispetto a quanto dettagliato nei precedenti Paragrafi.

Si evidenziano a tal proposito le seguenti principali circostanze:

- a) *Emissione obbligazionaria*: nel mese di agosto 2013, Salini ha completato l'emissione di un prestito obbligazionario *senior unsecured* per un valore nominale di 400 milioni di Euro, con scadenza 1 agosto 2018 e destinato ad investitori istituzionali (cfr. precedente Paragrafo 1.2.7). I titoli emessi sono quotati presso l'*Irish Stock Exchange* di Dublino e hanno cedola a tassi fisso pari al 6,125%. A seguito di tale emissione, in data 1 agosto 2013 è stato effettuato un ulteriore rimborso anticipato del Finanziamento



OPA per complessivi 394,9 milioni di Euro circa. Pertanto, alla data della presente Relazione, il Finanziamento OPA è in essere per un residuo ammontare in linea capitale pari a complessivi 298,5 milioni di Euro circa.

- b) *Incasso pretese risarcitorie relative agli impianti ex-CDR*: nel mese di agosto 2013, ad esito delle procedure esecutive che il Gruppo Impregilo aveva posto in essere al fine di ottenere la liquidazione dei propri crediti riferiti agli impianti ex-CDR – in relazione a cui una più completa informativa è contenuta nella Relazione finanziaria semestrale consolidata del Gruppo Impregilo al 30 giugno 2013, approvata il 5 agosto 2013 e a disposizione del pubblico sul sito internet www.impregilo.it - sezione “*Investor relations - Risultati*” – è stato incassato un importo complessivamente pari a 240,6 milioni di Euro, in linea capitale e per interessi legali.
- c) *Supporto finanziario ad unità operative estere*: nel mese di luglio 2013, infine, Impregilo ha proceduto al trasferimento di un importo complessivamente pari a 54 milioni di Euro circa in favore di una propria unità operativa estera. Tale trasferimento ha consentito alla stessa unità il rimborso dei finanziamenti a breve termine a suo tempo ottenuti nel mercato locale a copertura dei propri fabbisogni di capitale circolante, secondo dinamiche già integralmente considerate nelle previsioni a vita intera della commessa dalla stessa unità eseguita.

Si precisa, peraltro, che le operazioni sopra descritte erano già state coerentemente considerate ai fini della predisposizione del Piano. Pertanto, le assunzioni riferite alla capacità della Società Incorporante ad esito della Fusione di soddisfare le proprie obbligazioni si ritengono tuttora integralmente valide secondo i medesimi profili considerati al momento dell’approvazione del Progetto di Fusione.

3.4. Fonti delle 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 3.2, tenuto anche conto di quanto indicato nel Paragrafo 3.3.

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

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
<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 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.

3.5. Sostenibilità finanziaria ed economica dell'indebitamento della Società Incorporante a seguito della Fusione

Come già indicato nel Progetto di Fusione ed evidenziato in precedenza, successivamente alla Fusione e secondo le ipotesi contenute nel Piano e illustrate nel presente Capitolo 3, le risorse finanziarie generate in tale ambito sono sufficienti per il soddisfacimento delle obbligazioni esistenti a seguito della Fusione.

4. IL RAPPORTO DI CAMBIO STABILITO E I CRITERI SEGUITI PER LA SUA DETERMINAZIONE. VALORI ATTRIBUITI ALLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

4.1. Il Rapporto di Cambio

In data 24 giugno 2013, i Consigli di Amministrazione di Salini e di Impregilo, dopo avere esaminato e fatto proprie le valutazioni dei rispettivi *advisor*, nonché - quanto ad Impregilo - preso altresì atto del motivato parere favorevole del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, hanno approvato il rapporto di cambio tra le



azioni ordinarie di Salini e le azioni ordinarie di Impregilo (il “**Rapporto di Cambio**”), inteso come rapporto idoneo ad esprimere il peso reciproco delle due Società Partecipanti alla Fusione, nella seguente misura:

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

Non sono previsti conguagli in denaro.

Per una descrizione delle modalità di assegnazione delle azioni della Società Incorporante da attribuire in concambio, si rinvia al successivo Capitolo 6.

Come ricordato in precedenza, in data 5 agosto 2013 la società BAKER TILLY REVISA S.p.A., in qualità di Esperto Comune nominato dal Tribunale di Milano su istanza congiunta delle Società Partecipanti alla Fusione, ha emesso la propria relazione attestante, tra l'altro, la congruità del Rapporto di Cambio e la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione con riferimento alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione, secondo quanto previsto dagli artt. 2501-*bis*, comma 4, e 2501-*sexies* cod. civ..

4.2. Descrizione dei criteri di valutazione utilizzati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio

Come rilevato, il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei bilanci al 31 dicembre 2012 di Salini e Impregilo. Rispetto a tali situazioni patrimoniali, si sono considerati gli opportuni elementi di aggiornamento aventi ad oggetto specifici accadimenti avvenuti successivamente alla data suindicata ed anteriormente alla data della presente Relazione. In particolare, con riferimento a Salini è stato considerato l'impatto dell'Offerta, della successiva cessione sul mercato di azioni ordinarie Impregilo per la ricostituzione del flottante a seguito dell'Offerta medesima (anche in termini di quota di partecipazione mantenuta in Impregilo a seguito dell'Offerta) e del dividendo riveniente dalle azioni ordinarie Impregilo detenute. Con riferimento ad Impregilo, è stato considerato l'impatto della cessione dell'ultima *tranche* della partecipazione in EcoRodovias Infrastruttura e Logistica S.A., nonché della distribuzione di dividendi a valere sulle azioni ordinarie e di risparmio, così come deliberato dall'assemblea degli azionisti del 30 aprile 2013.

Il Consiglio di Amministrazione di Salini è giunto alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura e per imprese operanti in questo settore, adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società Partecipante alla Fusione.

Ai fini dell'analisi e definizione del razionale e della struttura dell'operazione, nonché dell'individuazione dei valori da attribuire a Salini e Impregilo per la propria valutazione del 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, Salini ha conferito all'*advisor* finanziario Vitale & Associati S.p.A. specifico incarico avente ad oggetto un'opinione in merito alla stima di un intervallo di valori ragionevolmente congruo di riferimento ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio (l'**"Opinione"**). Il Consiglio di Amministrazione di Salini ha ricevuto la suddetta Opinione in data 24 giugno 2013, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni.

La documentazione di supporto alla determinazione del Rapporto di Cambio da parte del Consiglio di Amministrazione di Salini comprende, in aggiunta ai bilanci sopra richiamati e all'Opinione, tra l'altro, i seguenti documenti:

- gli statuti vigenti di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione;
- i bilanci e le relazioni finanziarie consolidate di Impregilo e di Salini al 31 dicembre 2012;
- la relazione trimestrale consolidata di Impregilo al 31 marzo 2013;
- le situazione patrimoniali consolidate, inclusi i prospetti contenenti la posizione finanziaria netta, pro-forma di Impregilo e Salini al 31 dicembre 2012, che riflettono gli effetti degli eventi significativi verificatisi successivamente alla data di chiusura dell'esercizio 2012 e sopra menzionati;
- i piani economico-finanziari e industriali di Impregilo e Salini approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 11 giugno 2013 e 10 giugno 2013, rispettivamente;
- le informazioni messe a disposizione nella *data room* virtuale e che includono analisi aggiuntive di dettaglio relative agli anni storici e agli anni di piano;
- recenti *equity reports* degli analisti finanziari relativi ad Impregilo;
- informazioni di pubblico dominio relative ad un campione di società quotate dalle caratteristiche ritenute in linea di principio comparabili con Impregilo e Salini.

Ai fini della Fusione, coerentemente con quanto avviene in operazioni simili, i valori delle Società Partecipanti alla Fusione sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e di condizioni "normali" di funzionamento delle stesse, nonché in ottica cosiddetta "*stand alone*", vale a dire sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione autonomamente considerate e senza tenere conto delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione medesima.

La scelta delle metodologie di valutazione e delle relative modalità di applicazione è stata effettuata attribuendo primaria importanza ai fondamentali requisiti di omogeneità e confrontabilità delle stesse.

Tenuto conto di quanto precede, anche sulla base di quanto indicato nell'Opinione, sono state adottate le seguenti metodologie valutative:



- metodo c.d. *Discounted Cash Flows* (“DCF”), quale metodo principale;
- metodo c.d. dei Multipli di Mercato di società quotate in linea di principio comparabili, quale metodo di controllo.

Metodo DCF

Secondo tale criterio, il valore del capitale economico di un’azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa futuri generabili dalla stessa.

In particolare, nella versione adottata, denominata “*Unlevered DCF*”, il valore del capitale economico (“*Equity Value*”) è pari al valore attuale dei flussi di cassa operativi, al lordo degli oneri finanziari, che si prevede l’azienda possa generare in futuro (valore operativo dell’impresa, “*Enterprise Value*”), dedotti (o sommati se positivi) la posizione finanziaria netta alla data di stima e il valore attribuibile ad altre poste attive e/o passive, non già riflesso nei flussi di cassa operativi aziendali oggetto di attualizzazione.

L’*Enterprise Value* è a sua volta calcolabile quale sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa operativi relativi al periodo di proiezione esplicita e del valore attuale del cosiddetto “valore terminale” (secondo la terminologia anglosassone “*Terminal Value*”), cioè il valore attuale dei flussi di cassa residui generabili, appunto, oltre il periodo di proiezione esplicita. L’attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsionali è effettuata sulla base di un tasso espressivo del costo medio del capitale, calcolato secondo il cosiddetto *Capital Asset Pricing Model* come media del costo del capitale di rischio e di debito ponderata per la struttura patrimoniale e finanziaria di riferimento dell’azienda. Il costo del capitale di rischio è comunemente definito come il rendimento medio atteso del capitale proprio, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell’impresa oggetto di stima. Il costo del capitale di debito è pari al costo medio dei debiti finanziari dell’impresa, al netto dell’effetto fiscale.

Quanto alla stima del *Terminal Value*, essa avviene tipicamente sulla base della formula della rendita perpetua crescente (cosiddetta “*Gordon Model*”) del flusso di cassa dell’ultimo anno del periodo di proiezione esplicita, opportunamente normalizzato al fine di tener conto di eventuali fenomeni contingenti e di approssimare, per quanto possibile il flusso di cassa che si prevede l’azienda possa effettivamente continuare a generare in futuro a tempo indeterminato.

L’applicazione del Metodo DCF ha comportato le seguenti fasi operative:

- i flussi di cassa operativi relativi al periodo di proiezione esplicita (2013-2016) sono stati derivati per entrambe le Società Partecipanti alla Fusione dalle risultanze delle rispettive proiezioni economiche-finanziarie di Piano (i “**Dati Prospettici**”);
- i flussi di cassa operativi di riferimento per il calcolo dei rispettivi *Terminal Value* sono stati determinati prendendo in considerazione i Dati Prospettici e tenendo conto della prevista evoluzione del portafoglio

ordini e della relativa redditività. Si segnala che, in ragione della convergenza nel lungo periodo dei profili commerciali, di presenza geografica e di redditività evidenziata nei Dati Prospettici in virtù dell'accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa sottoscritto il 27 settembre 2012, i rispettivi flussi considerati ai fini dell'applicazione del *Gordon Model* sono pressoché identici tra le due Società. Si è tenuto comunque conto di eventuali differenze nella situazione patrimoniale ed economica delle due Società alla fine del periodo di Piano, nonché della maggiore redditività dell'attuale portafoglio lavori residuo a fine Piano rispetto a quanto previsto nel medio-lungo termine, attraverso gli opportuni aggiustamenti;

- il WACC è stato stimato: (i) per il periodo esplicito di Piano (2013-2016) distintamente per ognuna della due Società Partecipanti alla Fusione, sulla base della ponderazione dei *country risk premium* impliciti nei rendimenti di mercato dei *bond* governativi in valuta "forte" (Dollaro US o Euro) dei diversi paesi di presenza dei due gruppi (in mancanza di tali emissioni si sono adottate le stime basate su fonti terze, in particolare mediante un'ampia ricognizione delle statistiche pubblicate da Damodaran e SACE); e (ii) ai fini del calcolo del *Terminal Value*, adottando un identico WACC per le due Società Partecipanti alla Fusione (calcolato con la medesima metodologia di ponderazione dei *country risk premium* sopra richiamata) in ragione della convergenza nel lungo periodo dei profili commerciali, di presenza geografica e di redditività evidenziata nei Dati Prospettici in virtù del suddetto accordo strategico del 27 settembre 2012. Per entrambi gli intervalli temporali considerati si è fatto riferimento ad un rapporto di leva finanziaria (D/E) medio di settore, tratto da un campione di società quotate operanti nel settore *Construction*; analogamente si è proceduto per la stima del cosiddetto *beta unlevered*;

WACC - Periodo esplicito			WACC - TV		
	Impregilo	Salini		Impregilo	Salini
WACC	9,88%	10,98%	WACC	9,13%	9,13%

- il tasso di crescita di lungo periodo ("g") è stato assunto pari al 2%;
- agli *Enterprise Value* così stimati è stato: (i) aggiunto il valore di bilancio di taluni *surplus asset* (valore di carico delle partecipazioni non consolidate); (ii) sottratto il valore di bilancio dell'indebitamento finanziario netto, dei fondi trattamento di fine rapporto, dei fondi rischi e delle *minorities*; e (iii) aggiunto il valore di talune poste straordinarie (in particolare *claims*, cessione di *asset* e altri incassi straordinari previsti da Impregilo). Al valore di Salini è stato infine aggiunto il valore economico della partecipazione detenuta in Impregilo.

In aggiunta alle analisi sopra riassunte, sono state effettuate alcune analisi di sensitività volte a evidenziare:

- il possibile impatto di fenomeni specifici di potenziale variazione, ovvero maggiore rischiosità, nelle assunzioni di Piano rispetto a quanto considerato nello scenario base prima richiamato, e cioè: le

problematiche e i rischi in essere nell'avanzamento delle commesse di Impregilo in Venezuela; le incertezze nell'avanzamento della commessa COCIV di Impregilo alla luce delle difficoltà finanziarie del committente pubblico e della recente decisione governativa di destinare ad altri fini fondi in precedenza stanziati per tale commessa; la configurazione dei tassi di interesse nell'area Euro particolarmente contenuta rispetto alle medie storiche quale effetto delle politiche monetarie correnti senza precedenti; l'alea implicita nel conseguimento di alcune rilevanti poste straordinarie (*claims* e dismissioni) attese da Impregilo a Piano, con particolare riferimento alle dismissioni ipotizzate. E' stata inoltre considerata una rettifica volta ad allineare i flussi da disinvestimenti operativi per le due Società Partecipanti alla Fusione;

- l'impatto di possibili variazioni nei principali parametri di valutazione, in particolare con riferimento al WACC, considerando oscillazioni nell'ordine dello 0,5% rispetto ai valori prima indicati, e al g, considerando oscillazioni nell'ordine dello 0,25% rispetto al valore prima indicato.

Infine, a titolo prudenziale, si sono altresì verificati i risultati delle analisi effettuate assumendo uno scenario conservativo, connotato da ipotesi di acquisizione di ordini, da parte delle due Società Partecipanti alla Fusione, inferiori (nella stessa misura) rispetto a quanto assunto nel Piano, oltre che ponderando in via maggiormente prudenziale i potenziali incassi straordinari attesi da Impregilo.

Metodo dei Multipli di Mercato

Il Metodo dei Multipli di Mercato perviene alla stima dei valori economici delle società da raffrontarsi ai fini della determinazione del rapporto di cambio in un'operazione di fusione sulla base dei parametri di valorizzazione desumibili dalle quotazioni borsistiche delle azioni di un campione di società in linea di principio comparabili rispetto a quelle oggetto di valutazione.

In particolare, sulla base di tale criterio, si procede tipicamente al calcolo di rapporti che si instaurano tra il prezzo di mercato ed alcune grandezze economiche e/o patrimoniali delle società considerate. I multipli così calcolati vengono poi applicati alle medesime grandezze delle società oggetto di valutazione pervenendo, in tal modo, alle relative stime di valore da raffrontare.

L'adozione di tale metodologia sintetica di valutazione presuppone, oltre a fondamentali ipotesi generali di efficienza dei mercati finanziari e di significatività dei prezzi espressi dalle quotazioni borsistiche, anche la possibilità di individuare campioni di società adeguatamente comparabili a quelle oggetto di valutazione, nonché l'adozione di modalità applicative del criterio costantemente improntate a criteri di omogeneità e di confrontabilità sostanziale delle analisi effettuate, oltre che coerenti con le caratteristiche stesse del criterio. Sotto quest'ultimo profilo, dal momento che i prezzi di borsa (sulla base dei quali i moltiplicatori in oggetto vengono calcolati) riflettono tendenzialmente le aspettative del mercato circa i risultati futuri attesi delle



corrispondenti società, è fondamentale che i moltiplicatori individuati siano riferiti ai dati previsionali e corrispondentemente applicati.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato ha comportato le seguenti fasi operative:

- Individuazione di un campione di società comparabili per le Società Partecipanti alla Fusione. Posta l'importanza di assicurare, per quanto possibile, condizioni di comparabilità tra le società oggetto di valutazione e quelle incluse nel campione di riferimento, le analisi svolte hanno condotto anzitutto alla selezione di un campione di riferimento ottenuto escludendo dal medesimo le società che affiancano all'attività nel settore *Construction* una presenza particolarmente rilevante nel settore *Concessions*. Inoltre, ai fini del calcolo dei multipli in oggetto, si è derivato un campione ristretto escludendo dal medesimo i gruppi con prevalente attività nel settore *Construction* ma comunque di dimensione largamente superiore rispetto alle Società. Tale campione ristretto è quindi composto dalle seguenti società: Strabag, Balfour Beatty, Astaldi e Obrascon Huarte Lain.
- Scelta dei moltiplicatori utilizzati e calcolo dei valori applicabili alle Società Partecipanti alla Fusione. Coerentemente con la prassi prevalente in relazione a valutazioni condotte nei settori di riferimento delle Società Partecipanti alla Fusione, si sono adottati i moltiplicatori *Enterprise Value / EBITDA* (EV / EBITDA) e *Enterprise Value / EBIT* (EV / EBIT). I multipli sono stati calcolati con riferimento al periodo di proiezione 2013 – 2014, anche alla luce della rarefazione delle osservazioni / previsioni dei *brokers* per il 2015. Quali prezzi di riferimento per il calcolo dei moltiplicatori si sono considerate le medie dei prezzi registrati nel mese precedente il 20 giugno 2013. Le stime relative agli EBITDA ed agli EBIT attesi delle Società Partecipanti alla Fusione sono state tratte, per ciascun anno, dai *report* dei *broker* contributori di Bloomberg (*consensus*). In sede di calcolo degli *Enterprise Value* delle Società Partecipanti alla Fusione si è tenuto conto del *fair value* dei fondi pensione e di eventuali fenomeni di diluizione potenziali (stime cd. *fully diluted*). Infine, il moltiplicatore applicabile per ciascun anno è stato assunto pari al valore mediano espresso dal campione.

I multipli individuati sono stati applicati ai corrispondenti valori di EBITDA ed EBIT attesi delle Società Partecipanti alla Fusione, come risultanti dai relativi Dati Prospettici, ovvero, in relazione alle analisi di sensitività effettuate prima descritte aventi eventualmente impatto su tali valori, ai diversi valori di EBITDA ed EBIT se del caso risultanti.

Come nel caso dell'applicazione del criterio DCF, agli *Enterprise Value* così stimati è stato: (i) aggiunto il valore di bilancio di taluni *surplus asset* (valore di carico delle partecipazioni non consolidate); (ii) sottratto il valore di bilancio dell'indebitamento finanziario netto, dei fondi trattamento di fine rapporto, dei fondi rischi e delle *minorities*; e (iii) aggiunto il valore di talune poste straordinarie (in particolare *claims*, cessione di *asset* e altri incassi

straordinari previsti da Impregilo). Al valore di Salini è stato, infine, aggiunto il valore economico della partecipazione detenuta in Impregilo.

4.3. Valori attribuiti alle azioni delle Società Partecipanti alla Fusione

All'esito del processo valutativo volto alla determinazione del Rapporto di Cambio, tenuto altresì conto degli esiti delle analisi di sensitività effettuate, utilizzando il metodo di valutazione principale (DCF *unlevered*) è stato individuato un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio compreso tra un minimo di 6,2 e un massimo di 7,0 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini. Detta risultanza risulta, altresì, confermata nel suo complesso sulla base dell'applicazione del criterio di controllo (metodo dei Multipli di Mercato), che ha individuato un intervallo di valori per il Rapporto di Cambio compreso tra un minimo di 6,9 e un massimo di 7,3 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini.

La congruità dei suddetti intervalli, peraltro, risulta dalle valutazioni svolte da Vitale & Associati S.p.A. e formalizzate nell'Opinione.

4.4. Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione del Rapporto di Cambio

Ai sensi dell'Articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile, 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 rapporti di cambio.

In particolare:

- l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata anche utilizzando dati economico-finanziari previsionali elaborati da Impregilo e da Salini. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza e indeterminatezza, soprattutto nel contesto attuale di mercato, caratterizzato da incertezza sulle condizioni macro-economiche italiane ed europee;
- il Rapporto di Cambio per sua stessa definizione è risultante dal rapporto tra il valore implicito delle azioni ordinarie di Salini e il valore implicito delle azioni ordinarie di Impregilo. La determinazione del valore di Salini, tuttavia risulta essere influenzato largamente dalla definizione stessa del valore di Impregilo, proprio a causa della partecipazione detenuta nella Società Incorporante pari all'88,83%;
- le valutazioni non tengono conto di eventuali accadimenti successivi alla data di riferimento delle analisi.

5. MODIFICAZIONI STATUTARIE E RIDUZIONE DEL CAPITALE DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

La Fusione determinerà l'estinzione della Società Incorporanda Salini.

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

Si segnala, peraltro, che all'Assemblea degli Azionisti di Impregilo, riunita in sede straordinaria per l'approvazione del Progetto di Fusione, si proporrà altresì di approvare - con efficacia dalla data di efficacia della Fusione ovvero successivamente, qualora la riduzione sia attuata dopo tale data - una 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 proponiamo di denominare "Altre riserve".

Più precisamente, per effetto della riduzione del capitale illustrata 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 (*quattrocentoquarantanovemilioniquarantottomilacentoottantadue*) azioni, prive del valore nominale, delle quali n. 447.432.691 (*quattrocentoquarantasettamilioniquattrocentotrentaduemila seicentonovantuno*) azioni ordinarie e le attuali n. 1.615.491 (*unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno*) azioni di risparmio.

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.

Detta riduzione del capitale sociale potrà essere attuata, nel rispetto della disciplina prevista dall'art. 2445 cod. civ., dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese della delibera assembleare, purché entro tale termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione.

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

Per completezza, si segnala altresì che l'operazione 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 subiranno alcun pregiudizio.

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

TESTO VIGENTE	TESTO MODIFICATO
Art. 1 (Denominazione)	Art. 1 (Denominazione)



È costituita una Società per Azioni con la denominazione: "IMPREGILO S.p.A."	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 (settecentodiciottomilionitrecentosessantaquattromil aquattrocentocinquanta-sei virgola settantadue) diviso in n. 404.073.428 (quattrocentoquattromilionisettantatremilaquattrocentoventotto) 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 (cinquecentomilioni) diviso in n. 449.048.182 (quattrocentoquarantanovemilioni- quarantottomilacentoottantadue) azioni, prive del valore nominale, delle quali n. 447.432.691 (quattrocentoquarantasettamilioniquattrocentotrentaduemila seicentonovantuno) azioni ordinarie e n. 1.615.491 (unmilione seicentoquindicimilaquattrocentonovantuno) azioni di risparmio.

Il testo del nuovo statuto della Società Incorporante, che avrà efficacia alla data di efficacia della Fusione, è allegato al Progetto di Fusione, qui accluso quale Allegato 1, al quale si rinvia. Si segnala, peraltro, che qualora la riduzione del capitale sociale della Società Incorporante sia attuata successivamente alla data di efficacia della Fusione, la relativa modifica statutaria interverrà alla data di efficacia di tale riduzione, restando inteso che di tale eventualità verrà data evidenza nell'atto di Fusione.

6. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DI IMPREGILO E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE

Come indicato nel precedente Paragrafo 4.1, il Rapporto di Cambio è determinato in n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini.

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

Il concambio azionario fra azioni Salini e azioni Impregilo sarà attuato, sulla base di detto Rapporto di Cambio, senza aumento del valore nominale del capitale della Società Incorporante, ma mediante l'assegnazione all'unico socio della Società Incorporanda, Salini Costruttori, oltre che delle n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo, prive del valore nominale, attualmente in circolazione e detenute da Salini, di ulteriori n. 44.974.754 azioni ordinarie di nuova emissione, prive del valore nominale, senza, giova ripetere, 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 detto, conguagli in denaro.

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

Ove si renda opportuno, 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 eventualmente 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.

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.

7. DATA DI IMPUTAZIONE DELLE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE AL BILANCIO DI IMPREGILO, ANCHE AI FINI FISCALI

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.



8. RIFLESSI TRIBUTARI DELLA FUSIONE SULLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

L'operazione di Fusione è fiscalmente "neutra" agli effetti dell'imposizione diretta. Ai sensi dell'art. 172 della Legge 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi - "TUIR"), infatti, la fusione non dà luogo all'emersione di componenti positive o negative di reddito imponibile in capo ai soggetti partecipanti (incorporata, incorporante ed anche azionisti).

In particolare, in capo alla società incorporata, il trasferimento del proprio patrimonio non dà luogo al realizzo delle plusvalenze o minusvalenze latenti nelle attività e passività trasferite ivi incluso l'avviamento.

Simmetricamente, i beni ricevuti dalla società incorporante sono da questa assunti al medesimo valore fiscale che avevano in capo alla società incorporata (principio di continuità dei "valori fiscali riconosciuti").

Nella determinazione del reddito della società incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni ed i maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo ad elementi patrimoniali, compreso l'avviamento, non sono imponibili nei confronti della società incorporante e non hanno riconoscimento fiscale, salvo che non si opti per l'applicazione dell'imposta sostitutiva prevista dall'art. 176, comma 2-ter, TUIR o dall'art. 15 del D.L. 29.11.2008, n. 185 (convertito con modificazioni dalla Legge 28 gennaio 2009, n. 2). Le riserve in sospensione d'imposta iscritte nell'ultimo bilancio della società incorporata debbono essere ricostituite nel bilancio della società incorporante.

9. PREVISIONI SULLA COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO RILEVANTE E SULL'ASSETTO DI CONTROLLO DI IMPREGILO A SEGUITO DELLA FUSIONE

9.1. Azionariato rilevante e assetto di controllo di Impregilo

Alla data della presente Relazione, sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, nessun soggetto detiene un numero di azioni ordinarie di Impregilo rappresentative di una partecipazione superiore al 2% del capitale sociale della Società Incorporante, fatta eccezione per Salini, che risulta direttamente titolare dell'88,83% del capitale sociale ordinario di Impregilo e ne detiene, pertanto, il controllo di diritto.

9.2. Azionariato rilevante e assetto di controllo di Salini

Alla data della presente Relazione, il capitale sociale di Salini è interamente detenuto da Salini Costruttori.

9.3. Previsione sulla composizione dell'azionariato ad esito della Fusione

Tenuto conto del Rapporto di Cambio, ed assumendo che non si verifichino modifiche degli attuali assetti azionari di Impregilo e Salini, l'assetto azionario della Società risultante dalla Fusione sarà il seguente:



- ✓ Salini Costruttori S.p.A., per n. 402.480.000 azioni ordinarie, pari all'89,95% del capitale sociale ordinario;
- ✓ le residue n. 44.952.691 azioni ordinarie di altri azionisti, saranno pari al 10,05% del capitale sociale ordinario.

Restano invariate le n. 1.615.491 azioni di risparmio.

10. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA RICORRENZA DEL DIRITTO DI RECESSO

L'eventuale approvazione della delibera di Fusione non darà luogo ad alcuna ipotesi di diritto di recesso in favore degli azionisti di Salini, non ricorrendo alcuno dei presupposti previsti dall'art. 2437 cod. civ. o da altre disposizioni di legge.

PROPOSTA DI DELIBERAZIONE

DELL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEI SOCI

Signori Azionisti,

in considerazione di quanto in precedenza esposto, il Consiglio di Amministrazione sottopone alla Vostra approvazione la seguente proposta di delibera:

“L'Assemblea degli Azionisti di Salini S.p.A., riunitasi in sede straordinaria:

(i) visto il progetto di fusione per incorporazione di Salini S.p.A. in Impregilo S.p.A., iscritto al Registro delle Imprese di Roma in data 3 luglio 2013;

(ii) esaminata la Relazione illustrativa degli Amministratori al progetto di fusione sopra richiamato, predisposta ai sensi degli articoli 2501-bis, comma 3, e 2501-quinquies del Codice Civile;

(iii) preso atto delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione, rappresentate dai bilanci relativi all'esercizio 2012;

(iv) preso atto della relazione emessa ai sensi dell'art. 2501-bis, comma 5, del Codice Civile da PriceWaterhouseCoopers S.p.A., società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Impregilo S.p.A., acclusa al progetto di fusione sub “Allegato 1”;

(v) preso atto della relazione sulla congruità del rapporto di cambio e la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione in relazione alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione, redatta da Baker Tilly Revisi S.p.A., quale esperto comune nominato ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile dal Tribunale di Milano;



(vi) preso atto dell'attestazione del Collegio Sindacale che l'attuale capitale sociale di Salini S.p.A. è pari ad Euro 62.400.000,00, rappresentato da n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ed è interamente sottoscritto e versato;

DELIBERA

1. di approvare il progetto di fusione depositato e iscritto ai sensi di legge e allegato al presente verbale, e di procedere conseguentemente alla fusione per incorporazione di Salini S.p.A. in Impregilo S.p.A. nei termini ed alle condizioni ivi previsti. In particolare, al concambio delle azioni ordinarie dell'incorporanda Salini S.p.A. si procederà mediante emissione, da parte di Impregilo S.p.A., di massime n. 44.974.754 nuove azioni ordinarie, senza aumento di capitale, aventi data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Impregilo in circolazione alla data di efficacia della fusione, in applicazione del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni previsti nel progetto di fusione e dunque mediante assegnazione all'unico socio della società incorporanda:

- (i) delle n. 357.505.246 azioni ordinarie Impregilo S.p.A., prive di valore nominale, detenute da Salini S.p.A., nonché
- (ii) di ulteriori n. 44.974.754 azioni ordinarie Impregilo S.p.A. di nuova emissione, prive di valore nominale, senza aumento di capitale;

2. di conferire al Consiglio di Amministrazione, e per esso al suo Presidente e all'Amministratore Delegato pro-tempore in carica, in via disgiunta tra loro ed anche per mezzo di speciali procuratori all'uopo nominati, ogni più ampia facoltà di apportare ai deliberati assembleari ogni modifica, integrazione o soppressione, non sostanziale, che si rendesse necessaria, a richiesta di ogni autorità amministrativa competente ovvero in sede di iscrizione al Registro delle Imprese, in rappresentanza della Società;

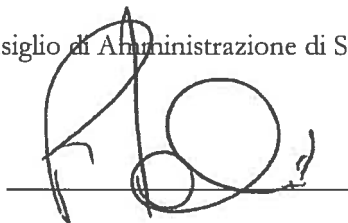
3. di conferire al Consiglio di Amministrazione, e per esso al suo Presidente e all'Amministratore Delegato pro-tempore in carica, in via disgiunta tra loro ed anche per mezzo di speciali procuratori all'uopo nominati, ogni più ampio potere senza esclusione alcuna, per dare attuazione alla fusione, secondo le modalità e nei termini previsti nel progetto di fusione, oltre che nelle deliberazioni che precedono, e quindi, senza limitazione alcuna, per:

- (i) stipulare e sottoscrivere l'atto pubblico di fusione, nonché ogni eventuale atto ricognitivo, integrativo, strumentale e/o rettificativo che si rendesse necessario od opportuno, definendone ogni patto, condizione, clausola, termine e modalità nel rispetto del progetto di fusione;
- (ii) provvedere in genere a quant'altro richiesto, necessario, utile o anche solo opportuno per la completa attuazione delle deliberazioni di cui sopra e dell'operazione oggetto delle stesse, apportando di volta in volta le eventuali necessarie modifiche statutarie e consentendo volture, trascrizioni, annotamenti, modifiche e rettifiche di intestazioni in pubblici registri e in ogni altra sede competente, nonché la presentazione alle competenti autorità di ogni domanda, istanza, comunicazione, o richiesta di autorizzazione che dovesse essere richiesta ovvero rendersi necessaria od opportuna ai fini dell'operazione in questione nel suo complesso.”.

ALLEGATO 1 Progetto di Fusione, comprensivo dello Statuto della Società Incorporante ad esito della Fusione e della relazione emessa da PriceWaterhouseCoopers S.p.A. *ex art. 2501-bis*, comma 5, cod. civ.

Roma, 9 agosto 2013

per il Consiglio di Amministrazione di Salini S.p.A.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'P' followed by a series of loops and a final flourish, positioned above a horizontal line.

L'Amministratore Delegato

Dott. Pietro Salini