



BAKER TILLY REVISA

Società di Revisione e
Organizzazione Contabile
40125 Bologna
Via Guido Reni 2/2
Italy

T: +39 051 267141
F: +39 051 267547

www.bakertillyrevisa.it

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2501-SEXIES E 2501-BIS, QUARTO COMMA, DEL CODICE CIVILE

**Agli Azionisti di
Impregilo S.p.A.**

**Agli Azionisti di
Salini S.p.A.**

1. Motivo ed oggetto dell'incarico

Su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente dalla Impregilo S.p.A. (nel seguito, "Impregilo") e dalla Salini S.p.A. (nel seguito "Salini") con provvedimento del 14 giugno 2013, depositato in data 25 giugno 2013, il Tribunale di Milano ha nominato la Baker Tilly Revisa S.p.A., in qualità di esperto comune designato ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma del Codice Civile, per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni di Impregilo con quelle di Salini, fissato nell'ambito dell'operazione che prevede la fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo e di attestazione della ragionevolezza in merito all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione delle due società partecipanti all'operazione la seguente documentazione:

- il progetto di fusione per incorporazione di Salini in Impregilo redatto ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-*bis*, secondo comma, e 2501-*ter*, del Codice Civile, approvato dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini, che indica il rapporto di cambio e le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dall'operazione di fusione;
- la relazione della società di revisione, PricewaterhouseCoopers S.p.A. (di seguito, "PWC"), redatta ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quinto comma, del Codice Civile;



- le situazioni patrimoniali dell'Impregilo e della Salini rappresentate dai relativi bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2012;
- le bozze delle relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini sul progetto di fusione per incorporazione redatte ai sensi degli artt. 2501-bis, terzo comma e 2501-quinquies del Codice Civile che saranno oggetto di approvazione nei rispettivi Consigli di Amministrazione dei giorni 5 e 6 agosto 2013. Tali bozze illustrano sotto il profilo giuridico, industriale ed economico, le ragioni che giustificano la fusione per incorporazione e in particolare, la determinazione del rapporto di cambio, nonché la descrizione del Piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione, con indicazione delle fonti delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle relative obbligazioni.

2. Sintesi dell'operazione

2.1 Società incorporante

La Società Incorporante è Impregilo S.p.A., con sede legale in Milano, Via dei Missaglia n. 97, capitale sociale interamente versato, alla data attuale, pari a Euro 718.364.456,72 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, quotate al Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"), società soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ., da parte di Salini.

L'Impregilo 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.

Al 31 dicembre 2012:

- i ricavi consolidati del Gruppo Impregilo ammontano 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 attesta a 84,3 milioni di Euro, corrispondente ad un margine EBITDA sui ricavi pari al 3,7%;
- il risultato delle attività operative cessate è positivo per 717 milioni di Euro ed è quasi integralmente riconducibile all'operazione di dismissione della partecipazione nella concessionaria brasiliana EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A. (720,7 milioni di Euro);
- l'utile netto consolidato di pertinenza del Gruppo Impregilo è pari a 602,7 milioni di Euro.
- il Patrimonio netto di Gruppo Impregilo ammonta complessivamente a 1,8 miliardi di Euro, mentre la posizione finanziaria netta consolidata è positiva per 566,7 milioni di Euro per effetto dell'incasso di 750,6 milioni di Euro relativo alle cessione delle prime due tranche della partecipazione in EcoRodovias Infraestrutura e Logística 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 ammonta a circa 10,6 miliardi di Euro.

2.2. 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



BAKER TILLY
REVISA

approvazione del Progetto di Fusione, Euro 62.400.000,00 interamente versato, rappresentato da n. 62.400.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, 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 dighe, ferrovie, metropolitane, strade e autostrade, edilizia civile ed industriale, nonché nei progetti integrati (comprendenti opere idriche, stradali, edilizie e industriali).

Negli oltre 75 anni di storia ed esperienza maturata nel settore, la Società Incorporanda si è affermata tra i principali *player* a livello globale nel segmento della realizzazione "chiavi in mano" di progetti idroelettrici ed 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 stato completato con successo, per conto di Autostrade per l'Italia S.p.A., la sezione dell'autostrada A1 "Variante di Valico", 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 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. La Società Incorporanda impiega 19.531 dipendenti ed è attualmente impegnata nella realizzazione di oltre 40 progetti.

Nel corso del 2012, il Gruppo Salini ha registrato un nuovo record 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 sono 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 è di 369,5 milioni di Euro e beneficia 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 è 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 ammonta a circa 9,6 miliardi di Euro.

2.3 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.

2.4 L'avvio dell'investimento del gruppo Salini in Impregilo e la costituzione della Società Incorporanda

Salini Costruttori ha iniziato a investire in Impregilo a partire dal mese di 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. 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%.



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 ad esso inerenti e svolti, direttamente e indirettamente, in Italia e all'estero, comprensivo altresì della partecipazione in Impregilo.

Salini ha proseguito il proprio investimento in Impregilo, incrementando la propria partecipazione sino al 20% alla data del 15 febbraio 2012 e sino al 25% alla data del 22 marzo 2012.

2.5 *L'Accordo Strategico*

In tale contesto, e al fine di avviare una strategia di collaborazione tra il gruppo Impregilo e il Gruppo Salini, volta a cogliere le opportunità di mercato e di incremento di valore per entrambi i gruppi, nonché a conseguire risparmi di costi per effetto di sinergie operative e industriali, in data 27 settembre 2012, Impregilo e Salini hanno, tra l'altro, sottoscritto un accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa (l'“Accordo Strategico”), che disciplina le 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.

2.6 *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 (“Offerta”) avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Impregilo e non detenute, corrispondenti a circa il 70,16% del capitale sociale ordinario sottoscritto e versato di Impregilo. Per effetto delle adesioni all'Offerta Salini è divenuta titolare di complessive azioni ordinarie Impregilo, pari al 92,08% del capitale sociale ordinario, per un esborso totale di Euro 1.001.998.160. 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



(congiuntamente, le "Banche Finanziatrici") un contratto di finanziamento (il "Contratto di Finanziamento") ai sensi del quale le Banche Finanziatrici hanno concesso a Salini un finanziamento per un importo massimo complessivo pari ad Euro 1.410.000.000,00 (il "Finanziamento"), ripartito nelle seguenti tranches:

(a) una *tranche* denominata "*Tranche A1*", per un importo massimo pari ad Euro 1.130.000.000,00, da utilizzarsi per (i) l'emissione delle garanzie di esatto adempimento delle obbligazioni di pagamento assunte con l'Offerta, nonché (ii) il pagamento del corrispettivo delle azioni portate in adesione all'Offerta durante il periodo di adesione o, successivamente, durante la riapertura dei termini: l'importo complessivo è stato pertanto pari ad Euro 1.001.998.160,00;

(b) una *tranche* denominata "*Tranche A2*", per un importo massimo pari ad Euro 215.000.000,00, da utilizzarsi, tra l'altro, per (i) il rifinanziamento del prestito, in essere per l'importo in linea capitale pari ad Euro 130.000.000,00, concesso da Natixis S.A. - Succursale di Milano in virtù del contratto di finanziamento sottoscritto con Salini in data 20 febbraio 2012 (come modificato in data 7 agosto 2012 e, da 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 ad 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 ad Euro 37.500.000,00. Il Finanziamento è assistito dal pegno costituito da Salini sulle azioni ordinarie Impregilo dalla stessa detenute, incluse quelle acquisite a seguito dell'Offerta; dal pegno costituito da Salini Costruttori sulla totalità delle azioni di Salini da essa detenute; nonché dalla garanzia di Salini Costruttori e di alcune società interamente controllate da Salini.

Alla data della presente Relazione, il debito residuo complessivo del Finanziamento è pari a Euro 693.483.489,85, per effetto degli utilizzi



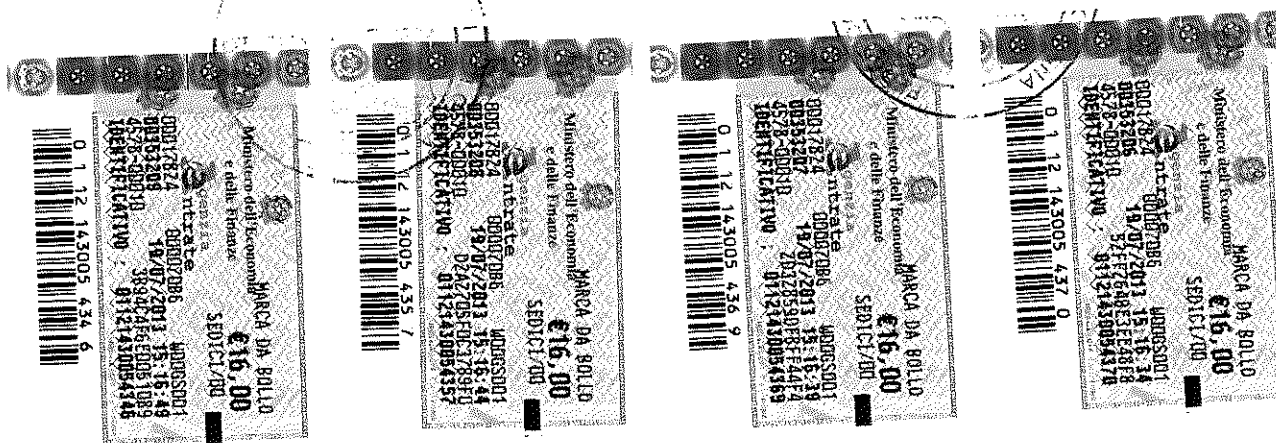
delle Tranche A1, A2 e A3 sopra descritti e dei rimborsi già avvenuti in favore delle Banche Finanziatrici per complessivi Euro 588.514.670,15, di cui Euro 534.455.916,54 rivenienti dal flusso di dividendi relativi alle azioni ordinarie Impregilo detenute da Salini, deliberati dall'assemblea ordinaria di Impregilo in data 30 aprile 2013 e messi in pagamento in data 23 maggio 2013.

2.7 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 le operazioni per arrivare a detenere una partecipazione nel capitale sociale ordinario di Impregilo inferiore al 90%.

2.8 L'approvazione del Progetto di Fusione

Alla luce dell'esito positivo dell'Offerta i Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini hanno deliberato di avviare tutte le attività necessarie per la realizzazione di un processo di integrazione societaria con l'obiettivo di creare un "Campione Nazionale" nel settore delle costruzioni di infrastrutture complesse con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Pertanto gli Amministratori ritenendo la fusione la modalità operativa più efficiente, hanno approvato il Progetto di Fusione, predisposto sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 delle Società Partecipanti alla Fusione, approvati dalle rispettive assemblee utilizzati come situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* Codice Civile.





3. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di Impregilo e Salini idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella fattispecie, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle società partecipanti alla fusione, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. La responsabilità di tali valutazioni compete esclusivamente ai rispettivi Consigli di Amministrazione.

La presente relazione contiene l'attestazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni di Salini con quelle di Impregilo, ed inoltre l'attestazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle due società partecipanti all'operazione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie.

In particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione messa a nostra disposizione:

- il Progetto di Fusione e le bozze delle relazioni dei Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie che propongono il seguente rapporto di cambio: **n. 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ciascuna azione Salini senza prevedere conguaglio in denaro;**
- la relazione di stima del rapporto di cambio nella fusione tra Impregilo e Salini predisposta dal Prof. Angelo Provasoli della Partners Consulenti e Professionisti Associati, consulente della Impregilo (d'ora in avanti unitamente alla società Vitale ed Associati s.p.a anche "Consulenti");
- l'Opinione ed il materiale di supporto all'opinione in merito alla stima del rapporto di cambio predisposto da Vitale ed Associati S.p.A. consulente della Salini (d'ora in avanti unitamente al Prof. Angelo Provasoli anche "Consulenti");
- il parere in merito alla congruità del rapporto di cambio per Impregilo redatto da Lazard S.r.L. incaricato dal Comitato per le operazioni con le parti correlate di Impregilo;
- i bilanci d'esercizio e consolidato della Impregilo al 31 dicembre 2010, 2011 e 2012 corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione;
- il bilancio d'esercizio e consolidato della Salini al 31 dicembre 2012 corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione;
- gli statuti sociali di Impregilo e Salini, nonché la bozza del testo dello statuto della società risultante dalla fusione;
- il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2013 di Impregilo;



- le presentazioni istituzionali di Impregilo e Salini contenenti informazioni circa la struttura dei relativi gruppi, le attività svolte, i mercati di riferimento e le prospettive future, il posizionamento competitivo, la struttura finanziaria ed altre;
- il documento informativo relativo all'accordo strategico di cooperazione commerciale ed organizzativa sottoscritto tra Salini ed Impregilo (d'ora in avanti anche "Accordo Strategico") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due società il 27 settembre 2012 e corredato dalle relative appendici;
- la relazione della società di revisione PWC redatta ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile;
- il documento di offerta relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (di seguito "Offerta") avente ad oggetto le azioni ordinarie di Impregilo promossa da Salini e pubblicato in data 16 marzo 2013;
- il piano industriale stand-alone per il periodo 2013-2016 di Impregilo approvato dal Consiglio di Amministrazione l'11 giugno 2013 e redatto con il supporto del consulente Boston Consulting Group;
- il piano industriale stand-alone per il periodo 2013-2016 di Salini approvato dal Consiglio di Amministrazione il 10 giugno 2013 e redatto con il supporto del consulente Boston Consulting Group;
- il piano industriale consolidato Salini-Impregilo per il periodo 2013-2016 redatto con il supporto del consulente Boston Consulting Group approvato dai Consigli di Amministrazione delle due società.

Ulteriori documenti dati ed informazioni forniti, anche verbalmente, dal management delle due società, acquisiti da fonti di pubblico dominio e da *database* specializzati.



5. I piani economici e finanziari

Gli Amministratori di Impregilo e Salini hanno redatto, con il supporto dei loro Consulenti, i piani economici finanziari delle due società, relativamente alle previsioni del periodo 2013-2016. Le risultanze di tali piani sono state utilizzate, per un verso, ai fini delle valutazioni dei capitali economici di Impregilo e Salini stimati per la determinazione del rapporto di cambio e, per un altro verso, ai fini della redazione del piano economico finanziario della società risultante dalla fusione, sulla base del disposto del terzo comma dell'art. 2501-bis del Codice Civile.

Le modalità e le ipotesi adottate nello sviluppo dei piani sono omogenee tra le due società e coerenti con i principi contabili di riferimento (IAS/IFRS) per la predisposizione dei bilanci consolidati del Gruppo Impregilo e del Gruppo Salini alla data del 31 dicembre 2012. Le situazioni patrimoniali di riferimento per la costruzione dei piani sono quelle riferite alla data del 31 dicembre 2012.

5.1 Piano economico finanziario di Impregilo

I flussi economici e finanziari attesi per il periodo del piano 2013-2016 sono stati elaborati sulla base delle seguenti assunzioni:

- I flussi economici e finanziari relativi alle commesse già acquisite alla data del 31 dicembre 2012 (c.d. "back-log") sono stati determinati dettagliatamente sulla base delle condizioni e dello sviluppo temporale previsto dai relativi contratti. Il portafoglio ordini del settore costruzioni al 31 dicembre 2012 ammontava a 10,3 miliardi di euro e genera oltre il 60% dei ricavi previsti dal piano nel periodo 2013-2016.
- I flussi economici e finanziari relativi alle nuove commesse (c.d. "intake") sono stati stimati in base a precisi parametri di redditività e di generazione di cassa indicati dal management come obiettivi perseguibili sulle opere da acquisire, in funzione di "targets" commerciali sempre più orientati all'acquisizione di grandi commesse ed al rafforzamento della presenza commerciale in alcuni mercati, con elevate potenzialità, tenendo conto dell'accordo strategico e commerciale in essere tra Impregilo e Salini. Il portafoglio ordini "intake", stimato per l'intero periodo 2013-2016 in circa 15 miliardi di euro, è stato quantificato secondo tassi di crescita (CAGR medio nel periodo 2013-2016 del 16%) supportati da una dettagliata previsione delle opportunità commerciali da cogliere. Il margine operativo



dei progetti nel settore costruzioni (EBIT) sulle commesse di nuova generazione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattualmente previsti, inferiore alla media 2013-2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012.

- I costi centrali di natura generale sono stati stimati in crescita in valore assoluto nel periodo 2013-2016, tenendo altresì conto di un maggiore assorbimento degli stessi e quindi di una progressiva minore incidenza negli anni rispetto ai ricavi attesi.
- Gli oneri finanziari sono stati quantificati in maniera puntuale sulla base delle proiezioni della posizione finanziaria netta (PFN) e di tassi di interesse coerenti con le condizioni mediamente praticate nei mercati di riferimento.
- Le imposte sui redditi sono state stimate applicando una percentuale annua costante del 33% all'EBT.
- È stata prevista una ipotesi di *payout ratio* del 40%.
- Le dinamiche del capitale investito (CCN e CF) e della posizione finanziaria netta sono coerenti con l'evoluzione dei flussi economici e finanziari e con gli investimenti previsti dettagliatamente su ordini "*back-log*" e "*intake*".

Il piano Impregilo risente inoltre in misura significativa degli effetti e delle previsioni relativi ad operazioni di natura straordinaria e non ricorrente, per le quali si prevedono incassi netti pari a 551 milioni di euro circa nel 2013 e 128 milioni circa nel 2014, da ricondursi ai seguenti eventi:

- cessione delle partecipazioni del settore "impianti", in coerenza con la scelta strategica del management di focalizzazione sul core business delle costruzioni;
- valorizzazione, realizzabile anche mediante la cessione, di alcune partecipazioni nel settore delle concessioni;
- soddisfacimento delle pretese risarcitorie da parte del Gruppo Impregilo nei confronti della Pubblica Amministrazione, relative ai costi sostenuti in passato nella regione Campania per la realizzazione degli impianti ex-CDR e per la risoluzione dei contratti di affidamento dello smaltimento dei rifiuti;
- riscossione dei crediti vantati dal Gruppo Impregilo nei confronti delle pubbliche amministrazioni campane, relativi all'attività di gestione degli impianti ex-CDR per il periodo transitorio di gestione commissariale.

Nel piano sono inoltre previsti due eventi già realizzati nei primi mesi del 2013: i) la vendita della residua partecipazione del 6,5% in

EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A., per 187 milioni di euro, e ii) la distribuzione del dividendo straordinario di 602 milioni di euro, nel più ampio contesto dell'offerta pubblica di Salini su Impregilo.

Infine è stato ipotizzato l'incasso, nell'esercizio 2014, della penale di 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 la società Eurolink S.C.p.A. e lo Stato Italiano.

Il Management della società ha ritenuto anche opportuno, a supporto delle valutazioni complessive sul piano, effettuare un'analisi di variabilità in funzione della possibilità che si realizzino ulteriori opportunità non stimate nel piano (c.d. *up-size*) e della possibilità avversa che alcune ipotesi previste dal piano non si realizzino ovvero si realizzino in misura e/o in tempi diversi da quelli previsti (c.d. *down-size*). In particolare l'analisi di variabilità ha riguardato quanto segue:

- il tasso di crescita dell'*order intake* nel periodo 2013-2016;
- la percentuale di profittabilità delle nuove acquisizioni;
- la dinamica dei flussi economici e finanziari su alcune commesse a *back-log*, in contesti particolarmente rischiosi;
- la possibilità di incasso del *claim* Stretto di Messina;
- la vendita di alcune partecipazioni nel settore concessioni.

5.2 Piano economico finanziario di Salini

I flussi economici e finanziari attesi per il periodo del piano 2013-2016 sono stati elaborati sulla base delle seguenti assunzioni:

- I flussi economici e finanziari relativi alle commesse già acquisite alla data del 31 dicembre 2012 (c.d. "*back-log*") sono stati determinati dettagliatamente sulla base delle condizioni e dello sviluppo temporale previsto dai relativi contratti. Il portafoglio ordini del settore costruzioni al 31 dicembre 2012 ammontava a 9,6 miliardi di euro e genera circa il 60% dei ricavi previsti dal piano nel periodo 2013-2016.
- I flussi economici e finanziari relativi alle nuove commesse (c.d. "*intake*") sono stati stimati in base a precisi parametri di redditività e di generazione di cassa indicati dal management come obiettivi perseguibili sulle opere da acquisire, in funzione di "*targets*" commerciali sempre più orientati all'acquisizione di



grandi commesse ed al rafforzamento della presenza commerciale in alcuni mercati, con elevate potenzialità, tenendo conto dell'accordo strategico e commerciale in essere tra Impregilo e Salini. Il portafoglio ordini "intake", stimato per l'intero periodo 2013-2016 in circa 15 miliardi di euro, è stato quantificato secondo tassi di crescita (CAGR medio nel periodo 2013-2016 del 16%) supportati da una dettagliata previsione delle opportunità commerciali da cogliere. Il margine operativo dei progetti nel settore costruzioni (EBIT) sulle commesse di nuova generazione è stato stimato pari al 10% dei ricavi contrattualmente previsti, inferiore alla media 2013-2016 dei progetti in portafoglio al 31 dicembre 2012.

- I costi centrali di natura generale sono stati stimati in crescita in valore assoluto nel periodo 2013-2016, tenendo altresì conto di un maggiore assorbimento degli stessi e quindi di una progressiva minore incidenza negli anni rispetto ai ricavi attesi.
- Gli oneri finanziari sono stati quantificati in maniera puntuale sulla base delle proiezioni della posizione finanziaria netta (PFN) e di tassi di interesse coerenti con le condizioni mediamente praticate nei mercati di riferimento.
- Le imposte sui redditi sono state stimate applicando una percentuale annua costante del 33% all'EBT.
- È stata prevista una ipotesi di *payout ratio* del 40%.
- Le dinamiche del capitale investito (CCN e CF) e della posizione finanziaria netta sono coerenti con l'evoluzione dei flussi economici e finanziari e con gli investimenti previsti dettagliatamente su ordini "back-log" e "intake".

Nel piano sono inoltre riflessi gli effetti dell'offerta pubblica di acquisto delle azioni ordinarie di Impregilo, operazione conclusasi in data 2 maggio 2013, della successiva cessione del 3,1% del capitale sociale ordinario di Impregilo, allo scopo di riportare il flottante in misura superiore al 10%, nonché delle risorse finanziarie ottenute per le finalità della citata operazione. In particolare:

- la partecipazione in Impregilo è stata stimata costante nel periodo di piano 2013-2016, con un investimento complessivo pari a 1.260 milioni di euro, maggiorato della rivalutazione effettuata nel 2012 per 274 milioni di euro. E' prevista nel 2013 la rettifica in diminuzione della partecipazione per effetto della distribuzione del dividendo straordinario di Impregilo e negli anni successivi delle rettifiche a seguito delle previste distribuzioni di dividendi;



- nel 2013 è stato riportato nella posizione finanziaria netta il finanziamento per complessivi 1.282 milioni di euro ricevuto da Banca IMI S.p.A. e Natixis S.A., successivamente rimborsato in misura parziale per effetto del dividendo straordinario di 533 milioni di euro (lordi) ricevuto da Impregilo nel mese di marzo 2013. Sono state altresì prese in considerazione le risorse finanziarie rivenienti dall'emissione di un prestito obbligazionario stimato in 500 milioni di euro, poi collocato nel mese di luglio 2013 per un importo pari a 400 milioni di euro, risorse considerate a ulteriore rimborso del finanziamento originario OPA;
- sono stati previsti nell'esercizio 2013 costi connessi a *financial and advisory fees* per complessivi 100 milioni di euro, relativi al finanziamento OPA originario e al successivo rifinanziamento del debito con emissione del *bond*.

Il Management della società ha ritenuto anche opportuno, a supporto delle valutazioni complessive sul piano, effettuare un'analisi di variabilità in funzione della possibilità che si realizzino ulteriori opportunità non stimate nel piano (c.d. *up-size*) e della possibilità avversa che alcune ipotesi previste dal piano non si realizzino ovvero si realizzino in misura e/o in tempi diversi da quelli previsti (c.d. *down-size*). In particolare l'analisi di variabilità ha riguardato quanto segue:

- il tasso di crescita dell'*order intake* nel periodo 2013-2016;
- la percentuale di profittabilità delle nuove acquisizioni.

5.3 Piano economico e finanziario consolidato, con indicazione delle risorse finanziarie destinate al soddisfacimento della società risultante dalla fusione

Il piano economico e finanziario consolidato di Impregilo e Salini, redatto dagli organi amministrativi delle due società sulla base del disposto del terzo comma dell'art. 2501-bis del codice civile, contiene le informazioni relative alle fonti delle risorse finanziarie, nonché alla descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere nel periodo di piano 2013-2016.

Il piano è stato elaborato in una prospettiva che considera l'avvenuta esecuzione della fusione, prendendo a riferimento i piani *stand alone* delle società partecipanti alla stessa e tenendo conto delle sinergie



realizzabili per effetto di specifiche azioni mirate al recupero di efficienza in alcune aree aziendali, oltre a quelle risultanti dall'accordo strategico e commerciale in essere tra Impregilo e Salini, già riflesse nei singoli piani delle due società.

I flussi economici e finanziari e le dinamiche delle situazioni patrimoniali e finanziarie nel periodo del piano sono stati elaborati seguendo il seguente approccio;

- sono stati sommati i conti economici e patrimoniali ed il prospetto dei flussi di cassa di Impregilo e Salini, così come risultanti dai piani economici e finanziari *stand alone*, per i cui dettagli si rinvia ai relativi paragrafi precedenti, fermo restando quindi le ipotesi alla base dei piani medesimi;
- sono state effettuate le necessarie elisioni di consolidamento concernenti le partite reciproche e le sovrapposizioni previste su una commessa comune;
- sono state inserite nel piano economie di scala stimate a regime nel 2016, ultimo anno di piano, in un risparmio di costi generali di 100 milioni di euro;
- sono stati stimati costi straordinari di fusione tra il 2013 ed il 2014;
- è stata considerata un'ipotesi di *payout ratio* del 40% nel periodo 2014-2016.

L'approccio utilizzato e le previsioni effettuate consentono di stimare una posizione finanziaria netta positiva già nell'esercizio 2014, ed una PFN positiva pari a 100 milioni di euro nel 2016, ultimo anno di piano.

Per quanto concerne le analisi di variabilità, non esplicitate nel piano consolidato della società risultante dalla fusione, si rinvia alle analisi svolte singolarmente nei piani *stand alone*, di cui ai relativi paragrafi precedenti.



6. Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio

6.1. Premesse metodologiche

I Consigli di Amministrazione delle due società, anche sulla base delle analisi effettuate dai propri Consulenti, hanno ritenuto appropriato individuare quei metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea le due società.

Le valutazioni sono state effettuate dagli Amministratori con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle società dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle due società considerate singolarmente.

A tale riguardo, gli Amministratori precisano che tali valutazioni vanno quindi unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla fusione e che, in particolare, i metodi utilizzati ed i conseguenti valori sono stati stimati al solo fine di individuare un intervallo per la determinazione del rapporto di cambio ritenuto congruo ai fini della fusione e che in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni circa il prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.

Le valutazioni sono state eseguite in ipotesi di continuità gestionale delle società e in base ad elementi di previsione considerati dagli Amministratori ragionevolmente ipotizzabili. Inoltre le valutazioni sono state eseguite in un ottica *stand-alone* ovvero sulla base dell'attuale configurazione delle società, non tenendo conto delle possibili strategie operative e finanziarie che possano derivare dalla fusione.

Nei piani economico-finanziari di Impregilo e Salini stand-alone sono state tuttavia considerate le sinergie commerciali ed industriali derivanti dall'accordo di cooperazione strategica sottoscritto tra le due società in data 27 settembre 2012.

Tenuto conto della natura dell'operazione e delle caratteristiche delle società coinvolte, per la determinazione del capitale economico i Consigli di Amministrazione, con l'assistenza dei rispettivi Consulenti, hanno utilizzato quale metodo principale il Discounted Cash Flow Unlevered (in seguito DCF) e quale metodo di controllo il



metodo dei multipli di mercato.

Le stime si fondano sulle risultanze alla data del 31 dicembre 2012 opportunamente rettificata per tener conto di alcuni accadimenti avvenuti successivamente alla data suindicata con particolare riferimento:

- all'impatto dell'Offerta Salini e della successiva cessione sul mercato di azioni ordinarie Impregilo per la ricostituzione del flottante e del dividendo riveniente dalle azioni Impregilo detenute;
- all'impatto della cessione da parte di Impregilo dell'ultima tranche della partecipazione in EcoRodovias Infraestrutura e Logística 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.

6.2 Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione

6.2.1 Unlevered Discounted Cash Flow (DCF) - Metodo principale

Il metodo dei flussi di cassa operativi (*unlevered*) scontati si basa sul principio che il valore di un'azienda sia pari alla somma delle seguenti componenti:

- i flussi di cassa operativi disponibili che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, o *WACC*); i flussi di cassa futuri vengono generalmente esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali viene ipotizzata la generazione, da parte dell'azienda, di un flusso di cassa sostenibile oltre il periodo di proiezione esplicita;
- la posizione finanziaria netta dell'azienda;
- il valore di mercato di eventuali attività (surplus assets) non strumentali ovvero non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per altri motivi metodologici, nei flussi di cassa operativi.

L'applicazione del metodo comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + TV + SA \pm PFN - M$$

dove:

V = valore dell'azienda

n = numero di anni del periodo di previsione esplicita

FCF_i = flussi i cassa operativi disponibili del periodo di previsione esplicita;

WACC = costo medio ponderato del capitale

TV = valore residuo (*terminal value*)

SA = attività non strumentali (*surplus assets*)

PFN = posizione finanziaria netta

M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi)

I flussi di cassa operativi disponibili (FCF)

I flussi di cassa operativi disponibili si riferiscono esclusivamente all'attività caratteristica della realtà oggetto di valutazione. Essi non includono componenti di natura finanziaria.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo medio ponderato del capitale rappresenta il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti del periodo esplicito e per la determinazione del valore residuo; esso è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento, mediante la seguente formula:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

dove:

D = capitale di debito;

E = capitale proprio;

K_d * (1-t) = costo del capitale di debito al netto del beneficio fiscale

K_e = costo del capitale proprio

La struttura del capitale (rapporto indebitamento netto/patrimonio netto) è di norma determinata sulla base del rapporto di indebitamento del settore di riferimento della realtà oggetto di valutazione.

Il costo del capitale proprio (K_e) è stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio incrementato di un premio correlato al rischio specifico del settore e della società oggetto di valutazione; tale premio viene calcolato prendendo a riferimento il coefficiente (β), che misura il rischio specifico dell'impresa oggetto di valutazione, in relazione alla variabilità del suo rendimento rispetto alla variabilità del rendimento medio del mercato.

Il costo del capitale proprio è determinato mediante la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- β = coefficiente beta, che esprime il rischio sistematico (non diversificabile) dell'impresa oggetto di analisi
- R_m = rendimento medio del mercato
- $R_m - R_f$ = indica il premio, ovvero il rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio.

6.2.2. Metodo dei Multipli di Borsa di società comparabili – metodo di controllo

In base a tale metodo il valore di un complesso aziendale può essere stimato sulla base di moltiplicatori di grandezze reddituali (Ebitda o Ebit) determinati assumendo a riferimento i prezzi di quotazione di borsa dei titoli di aziende comparabili in intervalli di tempo ritenuti significativi.

In sintesi il metodo si articola in tre fasi:

- identificazione delle imprese comparabili costituenti il campione di riferimento;



- rilevazione dei moltiplicatori (rapporto tra enterprise value di borsa ed Ebit/Ebitda) relativi alle imprese costituenti il campione selezionato;
- applicazione dei medesimi moltiplicatori alle grandezze reddituali (Ebit/Ebitda) rilevate nell'azienda oggetto di valutazione ottenendone l'enterprise value dell'azienda medesima e successivamente l'equity value attraverso l'aggiunta di alcuni elementi tra i quali la PFN, le minorities e surplus assets.

6.3 Valutazione effettuata dagli Amministratori di Salini

6.3.1 Metodo principale DCF (Discounted Cash Flow)

Gli assunti maggiormente significativi alla base della valutazione effettuata dagli Amministratori di Salini, supportati dal Consulente, sono stati i seguenti:

- il periodo di proiezione esplicita del piano industriale è stato considerato per entrambe le società il quadriennio 2013-2016;
- i flussi di cassa operativi, relativi a detto periodo di proiezione esplicita, sono derivati per entrambe le società dai piani;
- i flussi di cassa operativi prospettici, utilizzati per la determinazione del *Terminal Value*, sono stati ottenuti considerando la convergenza nel lungo periodo dei profili commerciali, di presenza geografica e di redditività conseguenti agli effetti dell'Accordo Strategico, ma tenendo tuttavia conto di eventuali differenze nella situazione patrimoniale ed economica 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;
- il WACC è stato stimato nel periodo di proiezione esplicita di piano distintamente per le due società (9,88% per Impregilo e 10,98% per Salini) sulla base della ponderazione dei *country risk premium*, tratti ove possibile dal rendimento dei bond governativi o in alternativa, da fonti terze quali le rilevazioni di SACE e Damodaran. Ai fini della determinazione del *Terminal Value*, tenuto conto della ricordata convergenza nel lungo periodo dei profili aziendali delle due società, è stato individuato un unico WACC (9,13%), calcolato attraverso una ponderazione



del *country risk premium*. Per entrambi gli intervalli temporali considerati si è utilizzato un rapporto di leva finanziaria (D/E) medio del settore derivato da un campione di società quotate operanti nel settore delle costruzioni. Sulla base dello stesso campione di aziende comparabili è stato determinato il coefficiente beta (0,71) il cui processo di *relevering* è stato effettuato tenendo conto dell'aliquota fiscale stimata per ciascun paese;

- per la determinazione del Terminal Value è stato considerato un tasso di crescita nel lungo periodo (coefficiente *g*) pari al 2%;
- al fine di calcolare gli *Equity Value*, gli *Enterprise Value*, stimati come sopra, sono stati "corretti" per tener conto dell'indebitamento finanziario netto (PFN), dei flussi di cassa positivi connessi ad alcuni contenziosi, delle cessioni straordinarie, dei *surplus assets*, dei fondi rischi, delle *minorities* e per Salini, del corrispondente valore della partecipazione detenuta in Impregilo.

I risultati del processo valutativo sopra descritto sono stati poi sottoposti dagli Amministratori ad alcune analisi di sensitività finalizzate a valutare gli effetti delle eventuali oscillazioni di alcuni elementi ritenuti particolarmente significativi.

In primo luogo è stato testato il possibile impatto di un andamento di piano peggiore rispetto a quanto preventivato con riferimento ad alcune commesse ed all'effettiva capacità di realizzo di talune rilevanti dismissioni e di esiti di contenziosi.

In seguito a tale procedimento valutativo, gli Amministratori hanno determinato tre scenari valutativi sui quali è stata altresì sviluppata un'analisi di sensitività per valutare il possibile impatto della variazione del WACC dello 0,5% e del tasso "g" dello 0,25%.

Il processo valutativo ha portato all'individuazione di un *range* del rapporto di cambio da 6,2 a 7,0 come di seguito riportato:

	Caso Base	Caso Revised	Caso Conservative
VU Azioni Salini	39,07	34,87	25,22
VU Azioni Impregilo	4,31	3,78	3,13
Range rapporto cambio	6,7 – 7,2	6,8-7,2	5,9-6,5
Rapporto di cambio*	6,9	7,0	6,2

6.3.2 Metodo di Controllo – Metodo dei Multipli di Borsa

Gli Amministratori hanno selezionato un campione ristretto di *comparables* costituito da quattro società all'interno di un campione allargato di sette società.

Le grandezze economiche utilizzate (EBIT/EBITDA) sono riferite al biennio 2013-2014 e sono tratte dai report di Bloomberg.

Quali prezzi di borsa di riferimento, gli Amministratori hanno considerato quelli medi del mese precedente al 20 giugno 2013.

Come già nel DCF, gli *Enterprise Value* così determinati sono stati rettificati in aumento o diminuzione per tener conto: i) del valore di alcuni *surplus assets*, ii) del valore dell'indebitamento finanziario netto, dei fondi e delle *minorities* iii) di alcune poste straordinarie quali i contenziosi e le cessioni oltre che per Salini del valore economico della partecipazione detenuta in Impregilo.

L'esito della valutazione con tale metodo è di seguito riportato con riferimento ai tre scenari assuntivi già considerati nel DCF:

	Caso Base	Caso Revised	Caso Conservative
Val. Un. Az. Salini	25,4-35,2	24,7 – 34,6	22,7 – 31,6
Val. Un. Az. Impregilo	3,6 – 4,9	3,5 – 4,8	3,2 – 4,4
Rapporto di Cambio	7,0 -7,2	7,0 – 7,3	6,9 – 7,2



6.4 Valutazione effettuata dagli Amministratori di Impregilo

6.4.1 Metodo Principale DCF (Discounted cash flow)

Gli Amministratori di Impregilo, supportati dal loro Consulente, hanno sviluppato il metodo DCF assumendo:

- il periodo di piano esplicito 2013-2016 è stato esteso dal 2016 al 2018, anno in cui dovrebbero ridursi sensibilmente gli effetti connessi alle commesse già in portafoglio (c.d. backlog) consentendo, quindi, l'utilizzazione nella determinazione del Terminal Value di flussi di cassa omogenei tra le due società in quanto influenzati dall'Accordo Strategico;
- in conseguenza di quanto sopra, per il periodo 2013-2016, i flussi di cassa sono stati derivati dai piani pur valutando ed apprezzando prudenzialmente il rischio connesso ad alcune poste relative ad eventi futuri attesi. Per il biennio 2017-2018 sono stati invece determinati sulla base di una derivazione dei dati dei piani finalizzata alla convergenza degli stessi;
- il WACC è stato determinato nel periodo di piano esplicito (2013-2018) distintamente per ciascuna delle due società (14,6% per Impregilo e 13,2% per Salini), tenendo conto e ponderando i diversi profili di rischio rappresentati dai paesi nei quali le due società operano. Peraltro, nella determinazione del WACC gli amministratori di Impregilo hanno ritenuto di apprezzare anche il rischio implicito nella capacità delle due aziende di realizzare gli obiettivi del piano aggiungendo un "execution risk" del 3%. Nella determinazione del Terminal Value il WACC, analogamente a quanto fatto dagli Amministratori di Salini, è stato stabilito in misura eguale (13,2%) per le due società in considerazione degli effetti di omogeneizzazione dei profili aziendali connessi all'Accordo Strategico;
- il tasso di crescita nominale (coefficiente "g") è stato indicato nell'1,75%;
- l'*Enterprise Value* è stato poi rettificato per tener conto in aumento od in diminuzione di alcune poste quali: i) le rispettive Posizioni Finanziarie Nette, ii) le *minorities* iii) il valore economico dell'interessenza detenuta da Salini nel capitale ordinario di Impregilo (88,83%).



In esito a tale processo valutativo gli Amministratori di Impregilo sono pervenuti ai seguenti risultati:

	<i>Salini</i>	<i>Impregilo</i>	<i>Rapporto di Cambio</i>
Val. Un. Az.	22,85	3,58	6,38

Il processo valutativo descritto si è completato con l'effettuazione di alcune analisi di sensitività finalizzate a saggiare le variazioni dei rapporti di cambio al mutare, nell'ambito di intervalli ritenuti ragionevoli, di alcune variabili e grandezze ritenute rilevanti e segnatamente: i) un'oscillazione del 5% in più o in meno rispetto ai ricavi previsti dai piani; ii) un'oscillazione dello 0,5% in più o in meno della redditività attesa (EBIT) rispetto a quanto previsto dai piani iii) un'oscillazione dello 0,5% in più in meno dei WACC utilizzati; iiii) un'oscillazione dello 0,5% in più o in meno del tasso di crescita "g" nel medio lungo periodo (rispetto all'1,75% previsto nell'ipotesi base).

In esito al processo valutativo effettuato, gli Amministratori di Impregilo hanno individuato un rapporto di cambio compreso in un range di valori tra 6,07 e 6,70.

6.4.2 Metodi di controllo (Multipli)

In merito al processo valutativo seguito dagli Amministratori di Impregilo segnaliamo alcuni aspetti:

- il campione delle società *comparables* risulta costituito da quattro società;
- il valore di Borsa è stato determinato considerando l'andamento dei titoli nel trimestre precedente l'11 giugno 2013;
- le grandezze economiche (EBIT/EBITDA), analogamente a quanto fatto dagli Amministratori di Salini, sono quelle stimate dagli analisti con riferimento al biennio 2013-2014;
- un elemento caratterizzante l'applicazione del metodo da parte degli Amministratori di Impregilo è stata la rettifica in diminuzione operata sui moltiplicatori per tener conto del fatto che le serie storiche relative ai *comparables* evidenziano sistematicamente dei valori maggiori rispetto a quelli di Impregilo;

- un altro elemento caratterizzante la valutazione, è risultata la riduzione dei moltiplicatori applicati alle grandezze economiche di Salini per tener conto del diverso "status" delle due società interessate ed in particolare del fatto che Impregilo, essendo quotata, incorpora un premio implicito associato alla liquidità del titolo.

Gli Amministratori di Impregilo, sulla base del presupposto della similarità dei *business* delle due società hanno utilizzato, come ulteriore metodologia di controllo, l'applicazione dei multipli impliciti di Impregilo alle grandezze reddituali tratte dai piani di entrambe le società.

6.4.3 Sintesi delle risultante dei metodi di controllo e determinazione del rapporto di cambio

Complessivamente i Metodi di Controllo utilizzati dagli Amministratori di Impregilo hanno condotto ai seguenti risultati (considerando solo il campione ristretto):

	2013	2014
Multipli Borsa	6,62	6,95
Multipli impliciti (Consensus)	6,22	6,28
Multipli Impliciti (Piano)	6,09	6,82

Individuandosi un *range* da un minimo di 6,09 ad un massimo di 6,95.

7. Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione

Le principali difficoltà e limitazioni rilevate dagli Amministratori nella valutazione delle società partecipanti alla fusione e nell'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, sono state le seguenti:

- con riferimento alle commesse esistenti e contrattualizzate (*c.d. "backlog"*), i piani ipotizzano flussi economici e finanziari e consistenze patrimoniali coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere, tuttavia, che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
- una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano 2013-2016 è associata a nuove commesse di cui è presunta l'acquisizione (*c.d. "new order intake"*). Tenuto conto della natura del business delle costruzioni infrastrutturali, numero limitato di commesse aventi un significativo valore unitario, le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà. Tale profilo di incertezza è stato apprezzato nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività;
- i business di Impregilo e Salini si sviluppano in una prospettiva internazionale e sono quindi esposti a dei rischi geopolitici. In sede di applicazione del criterio finanziario *unlevered* si sono apprezzati tali rischi valutando separatamente le attività dislocate in contesti relativamente più rischiosi e incorporando nelle stime riferite alle attività in parola il maggior rischio Paese riferito a tali contesti;
- il piano di Impregilo ipotizza, tra l'altro, la realizzazione di taluni rilevanti contenziosi. Il quadro di tali eventi risulta, allo stato, caratterizzato da profili di incertezza di cui si è tenuto conto nelle stime;
- il piano consolidato Salini Impregilo recepisce i medesimi elementi d'incertezza dei sottostanti piani *stand-alone* delle due



società ed ipotizza rilevanti economie di scala derivanti dalla fusione;

- l'utilizzo dei prezzi di mercato presenta difficoltà applicative dovute alla sottostante assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante limitato di Impregilo. Inoltre, l'andamento delle quotazioni di mercato può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine;
- l'utilizzo dei dati, quali coefficienti beta e multipli di Borsa, tratti dalle osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale;
- va comunque evidenziato che l'Accordo Strategico, consentendo nel medio lungo termine la convergenza dei profili aziendali di Salini ed Impregilo, in termini anche di redditività, ha inciso in modo significativo sulle valutazioni effettuate dagli Amministratori con il metodo DFC indirizzandole verso l'attribuzione ai due complessi aziendali di un valore anch'esso convergente.

I Consigli di Amministrazione, richiamandosi anche alle valutazioni dei rispettivi esperti hanno indicato che nello svolgimento delle loro analisi, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, hanno tenuto conto delle predette difficoltà, seppur attraverso scelte tecnico-metodologiche a volte diverse, anche a mezzo di specifiche analisi di sensitività.

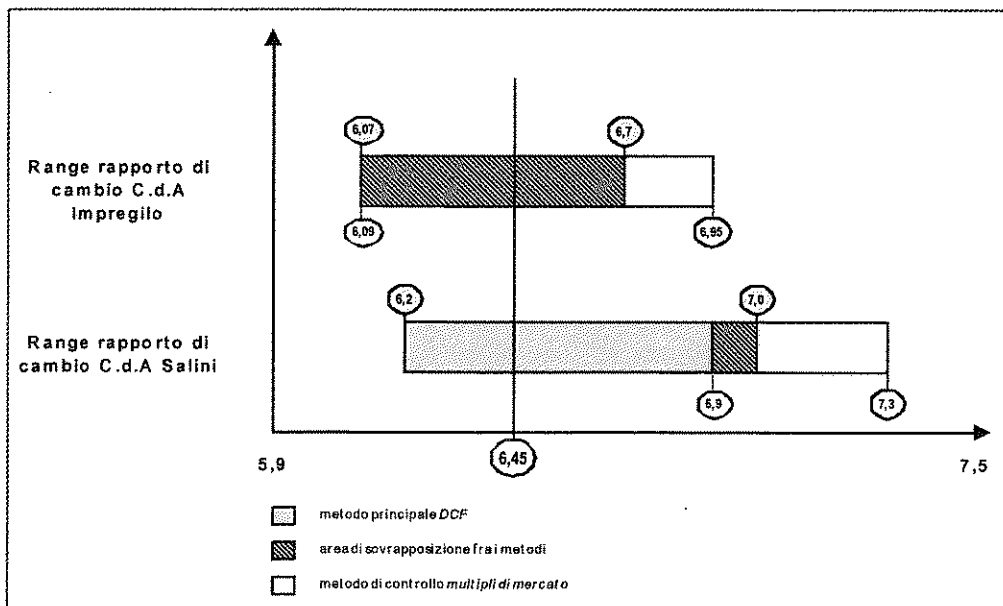


8. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione

I Consigli di Amministrazione delle due società, utilizzando i metodi precedentemente richiamati, sono pervenuti ad individuare i *range* di rapporto di cambio riportati sinteticamente nella seguente tabella riepilogativa:

	Metodo	Min	Max
CDA Impregilo	DCF	6,07	6,7
CDA Salini	DCF	6,2	7,0
CDA Impregilo	Multipli	6,09	6,9
CDA Salini	Multipli	6,9	7,3

Al termine del processo valutativo, dal raffronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi gli Amministratori di Salini ed Impregilo hanno fissato il rapporto di cambio in **6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini** quale valore definito all'interno dei range individuati come si può evincere dalla seguente rappresentazione grafica:



9. Lavoro svolto

Relativamente ai metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, per la stima del valore delle Società e quindi, del rapporto di cambio, abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio, preservando il criterio dell'omogeneità valutativa.

Abbiamo inoltre svolto, tra le altre, le seguenti procedure:

- esaminato il progetto di fusione e le bozze delle relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini sul progetto di fusione per incorporazione redatte ai sensi degli artt. 2501-bis, terzo comma e 2501-quinquies del Codice Civile;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Impregilo corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione anche utilizzati quali situazioni patrimoniali ex art. 2501-quater del Codice Civile;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Salini corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della società di revisione anche utilizzati quali situazioni patrimoniali ex art. 2501-quater del Codice Civile;
- discusso con la società di revisione PWC il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Impregilo;
- discusso con la società di revisione E&Y il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2012 della Salini;
- discusso con Vitale ed Associati, Consulente della Salini, le assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate nella determinazione del rapporto di cambio;
- discusso con il Prof. Angelo Provasoli della Partners Consulenti e Professionisti Associati, Consulente della Impregilo, le



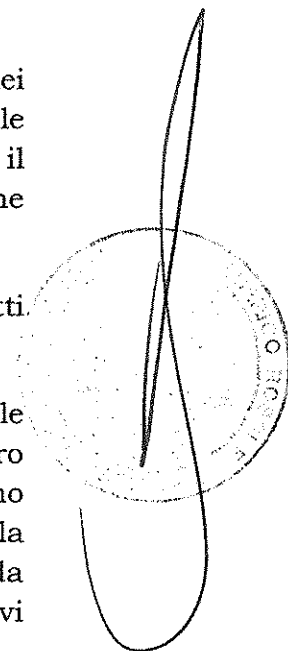
assunzioni e le metodologie utilizzate nelle valutazioni adottate nella determinazione del rapporto di cambio;

- discusso con Lazard S.r.L., incaricato dal Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate di Impregilo, il parere in merito alla congruità del rapporto di cambio;
- esaminato gli statuti sociali attualmente in vigore delle società partecipanti alla fusione e la bozza della società risultante dalla fusione;
- verificate la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione e dai Consulenti riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione e dai Consulenti ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle società coinvolte nel Progetto di fusione;
- verificata l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle informazioni ed evidenze documentali fornite dai Consulenti;
- verificate e svolte autonome *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificata in generale la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata";
- analizzato e discusso con la direzione delle società partecipanti alla fusione e con i Consulenti, relativamente all'approccio valutativo, alle metodologie adottate ed in generale al lavoro complessivamente svolto ed alle risultanze dello stesso;
- verificata l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio dagli Amministratori con l'ausilio dei Consulenti;
- esaminato, in linea con le procedure previste per l'esame delle informazioni prospettiche dall'*International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400 "The examination of*



Prospective Financial Information", emesso dall' *International Federation of Accountants (IFAC)*, i dati previsionali nonché le ipotesi e gli elementi posti alla base della formulazione di tali dati, contenuti nei piani economico-finanziario stand-alone di Impregilo e Salini.

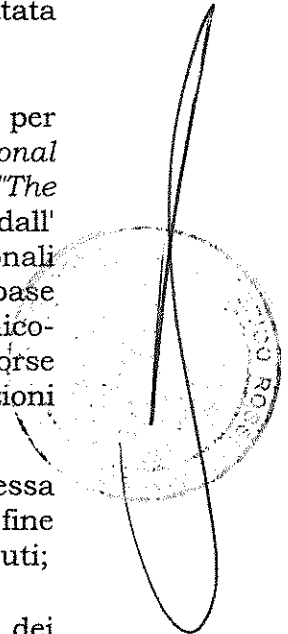
- verificata l'omogeneità delle assunzioni e della costruzione dei piani *stand-alone* delle società attraverso l'analisi e l'esame delle assunzioni, dei dettagli di piano forniti, il confronto con il management e con il Consulente Boston Consulting Group che ha assistito gli Amministratori nella formazione dei piani;
- verificato con l'ausilio dei propri legali i principali contratti finanziari ed i contenziosi in capo all'Impregilo ed alla Salini;
- ottenuta un'attestazione da parte dei rappresentanti legali delle due società partecipanti alla fusione che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Organi Amministrativi per la determinazione del rapporto di cambio;
- abbiamo altresì raccolto, attraverso colloqui con il management delle Società e le rispettive società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo per le finalità dell'incarico conferitoci.
- Sotto un diverso profilo, con riferimento alle indicazioni contenute nel progetto di fusione, relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione e descritte nel piano economico-finanziario, abbiamo svolto le seguenti procedure ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile:
- abbiamo discusso con le Direzioni di Impregilo e di Salini i criteri e le ipotesi utilizzati per la redazione del piano della società risultante dall'operazione di fusione, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- abbiamo esaminato le obbligazioni che risulterebbero in capo alla società risultante dalla fusione all'esito della prospettata





operazione;

- abbiamo esaminato i principali contratti di finanziamento stipulati con gli Istituti Finanziari dall'Impregilo e dalla Salini.
- abbiamo considerato l'indebitamento complessivo in capo alla società risultante dalla fusione a seguito della prospettata operazione;
- abbiamo esaminato, in linea con le procedure previste per l'esame delle informazioni prospettiche dall'*International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400 "The examination of Prospective Financial Information"*, emesso dall'*International Federation of Accountants (IFAC)*, i dati previsionali post-fusione, nonché le ipotesi e gli elementi posti alla base della formulazione di tali dati, contenuti nel piano economico-finanziario post-fusione, ivi incluse le indicazioni delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- abbiamo discusso con PWC il contenuto della relazione emessa ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile, al fine di ottenere informazioni sul lavoro svolto e sui risultati ottenuti;
- abbiamo ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali di Salini e Impregilo alla data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la predisposizione dei dati e delle informazioni contenute nel piano economico-finanziario e della documentazione a supporto dello stesso.



10. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte dai Consigli di Amministrazione

Con riferimento al presente incarico, si sottolinea che il procedimento decisionale seguito dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e Salini ha avuto quale scopo principale la stima dei valori relativi delle società interessate, calcolati attraverso l'applicazione di criteri uniformi e finalizzati alla determinazione dei rapporti di cambio.

Nelle valutazioni di operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte, particolarmente nell'attuale contesto di mercato, quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

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

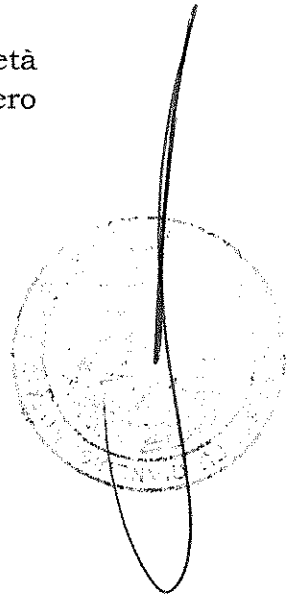
- i metodi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;
- i metodi utilizzati sono stati individuati nel rispetto di un principio generale di omogeneità ed applicati con modalità coerenti tra le due società operando con la finalità di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio;
- quanto sopra non risulta inficiato né dal fatto che gli Amministratori delle due società, pur nell'ambito delle stesse metodologie valutative, abbiano utilizzato grandezze variabili ed assunti diversi né dal fatto che in ragione della specifica finalità



BAKER TILLY
REVISA

dell'esercizio valutativo in oggetto i due organi Amministrativi giungano in base a diversi approcci prudenziali a conclusioni coerenti sotto il profilo del rapporto di cambio ancorchè divergenti sotto quello del valore assoluto attribuibile alle due società;

- i metodi sono stati applicati con riferimento alle due società considerate distintamente ed in ipotesi di autonomia, ovvero prescindendo dai possibili effetti derivanti dalla fusione.

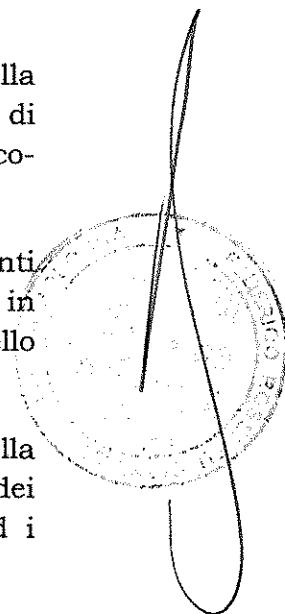




11. Limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico

Nell'espletamento dell'incarico abbiamo rilevato le seguenti difficoltà connaturate al processo di valutazione effettuato dai Consigli di Amministrazione:

- i Consigli di Amministrazione hanno adottato, ai fini della determinazione dei rapporti di cambio delle metodologie di valutazione basate anche sull'utilizzo di previsioni economico-finanziarie prospettiche;
- tali dati prospettici contengono per loro natura, elementi d'incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti di contesto di mercato, normativo e dello scenario macroeconomico;
- tali proiezioni sono state analizzate sotto il profilo della ragionevolezza complessiva e della continuità ed omogeneità dei principi contabili applicati, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- nell'applicazione del Metodo DCF gli Amministratori delle due società hanno utilizzato grandezze ed assunzioni in parte difformi per tener conto delle incertezze implicite nelle previsioni aziendali. Ciò ha determinato una significativa differenza nel valore attribuito ai due gruppi aziendali in termini di valori economici assoluti. Tuttavia, avendo ciascuno dei due Organi Amministrativi applicato in modo omogeneo le proprie assunzioni ad entrambi i gruppi aziendali, i *range* dei rapporti di cambio definiti appaiono coerenti;
- nell'applicazione dei multipli di mercato sono stati utilizzati prezzi di borsa, soggetti per loro natura a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati;
- gli Amministratori affermano di aver individuato il rapporto di cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi senza peraltro illustrare tutti gli elementi che li hanno condotti all'identificazione del puntuale rapporto di cambio prescelto. In particolare gli Amministratori, nelle rispettive relazioni, hanno indicato gli intervalli di rapporti di cambio risultanti dall'applicazione dei diversi metodi valutativi principali e di



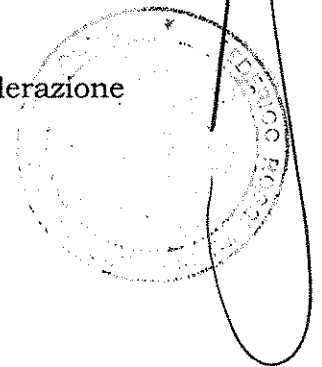


BAKER TILLY
REVISA

controllo utilizzati senza indicare con precisione il processo logico che ha condotto alla determinazione puntuale del rapporto di cambio. Comunque il rapporto di cambio prescelto si colloca all'interno del *range* risultante dal metodo di valutazione principale;

- i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto d'individuare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione sulla base del piano economico finanziario della società risultante dalla fusione. Tale piano evidenzia l'attesa di una generazione di flussi di cassa sufficienti al finanziamento della gestione nonché alla remunerazione e rimborso del capitale di debito, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale.

Le suddette difficoltà sono state oggetto di una attenta considerazione nella predisposizione della presente relazione.





12. Conclusioni

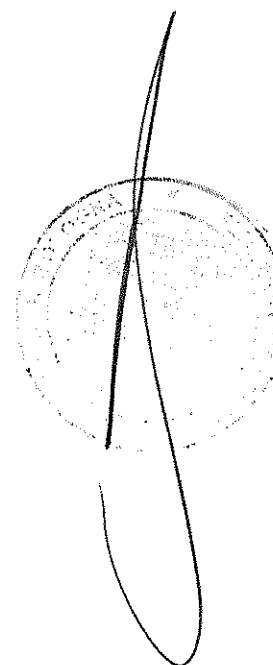
Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, come illustrati nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di Impregilo e di Salini siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione del rapporto di cambio delle azioni contenuto nel progetto di fusione.

Inoltre, sulla base dell'esame della documentazione a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali contenuti nel piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione e tenuto conto della relazione predisposta da PWC ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che tali ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione dei suddetti dati previsionali.

In considerazione di quanto sopra, ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere che, alla data odierna, le indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione non siano ragionevoli.

Tutto ciò assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative agli eventi futuri ed alle azioni degli organi amministrativi come descritte nel suddetto piano economico-finanziario.

Va tuttavia evidenziato che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra i valori consuntivi e i valori preventivati nel piano economico-finanziario potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche descritte nel piano economico-finanziario si manifestassero.





**BAKER TILLY
REVISA**

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dagli artt. 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile, nell'ambito del progetto di fusione (c.d. inversa) per incorporazione di Salini in Impregilo e pertanto non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi successivamente alla data odierna.

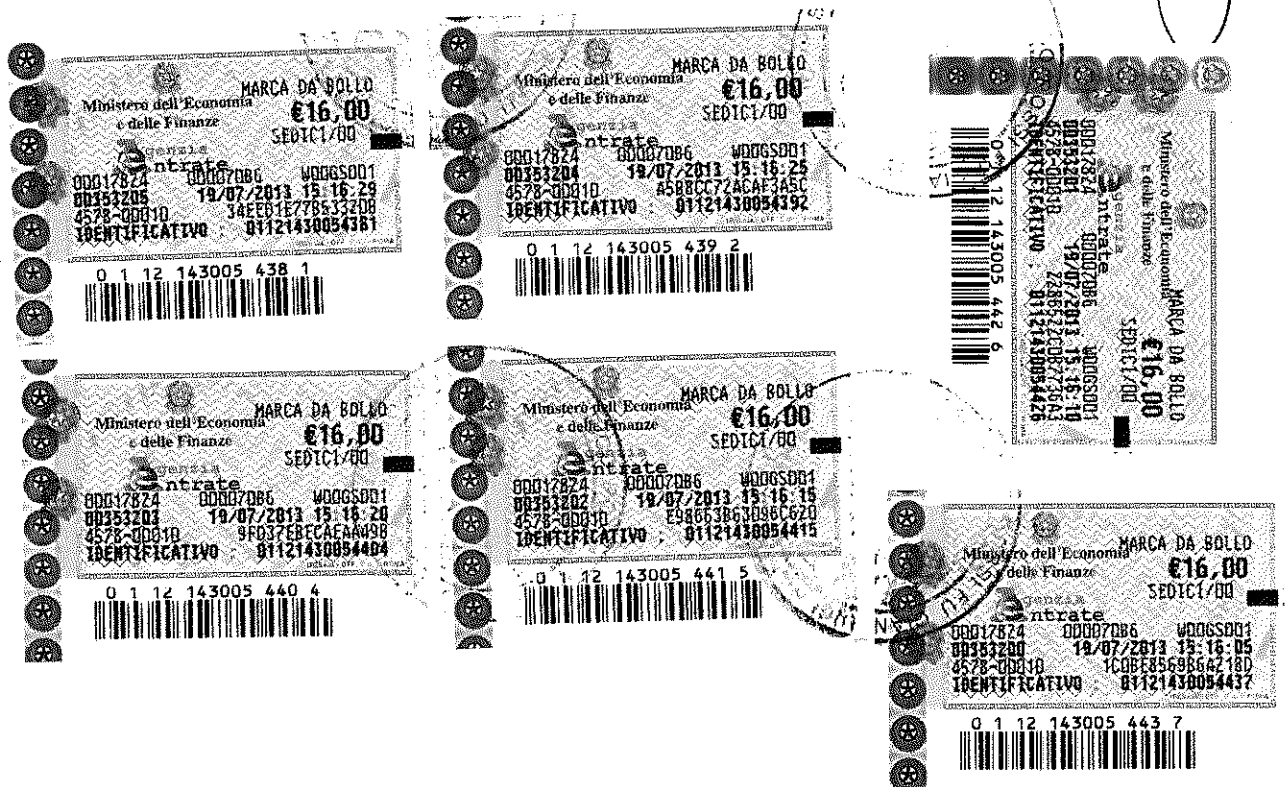
Bologna, 5 agosto 2013

Baker Tilly Revisa S.p.A.

Maurizio Godoli
Presidente

Baker Tilly Revisa S.p.A.

Enzo Spisni
Socio Procuratore



AUTENTICA DI FIRME

Repertorio N. 69993

In Bologna, Via Santo Stefano n. 42.

Certifico io sottoscritto dottor Federico Rossi, Notaio residente in Bologna, iscritto al Collegio Notarile di Bologna, che hanno firmato in mia presenza l'atto che precede i Signori:

GODOLI MAURIZIO, nato a Forlì (FC) il giorno 4 giugno 1941, residente a Bologna (BO), Via Guido Reni n. 2/2,

SPISNI ENZO, nato a Chomutov (EE) il giorno 22 luglio 1953, residente a Bologna (BO), Via Rialto n. 6/5,

delle cui identità personali io Notaio sono certo, i quali da me ammoniti sulle conseguenze penali delle dichiarazioni false o reticenti, hanno prestato il giuramento, pronunciando la formula di rito e dichiarando di avere fedelmente proceduto alle operazioni di stima che erano state loro affidate con la più precisa attenzione nel rispetto dei più consolidati criteri in uso in materia, il tutto anche ai sensi degli artt. 3 e 76 del D.P.R. 28 dicembre 2000 n. 445.

Bologna, 5 (cinque) agosto 2013 (duemilatredici)

A large, stylized handwritten signature in black ink is written over a circular notary stamp. The stamp contains the text "NOTAIO FEDERICO ROSSI" and "BOLOGNA" around the perimeter, with a central emblem.