TISCINI PARTNERS

Parere tecnico in merito alla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di Astaldi S.p.A. da emettere in esecuzione degli Aumenti di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 c.c.

15 giugno 2020

PROF. RICCARDO TISCINI
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

VIA G. PAISIELLO N. 24 – 00198 ROMA TEL. 06 80693675 – FAX 06 80687648 e-mail : r.tiscini@studiotiscini.it

Spettabile
Astaldi S.p.A.
Via Giulio Vincenzo Bona, 65
00156 Roma

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Spettabile Società ed Egregi Signori,
come da incarico conferito in data 04.05.2020, il sottoscritto Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Universitas Mercatorum di Roma e Professore a contratto presso l'università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25 novembre 1999, con studio in Roma, Via Giovanni Paisiello 24, allega il presente parere di congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di Astaldi che verranno emesse in esecuzione degli Aumenti di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 Codice Civile previsti dalla proposta concordataria e dal piano di concordato di Astaldi S.p.A..
Le analisi contenute nel presente documento sono state sviluppate sulla scorta della documentazione condivisa da Astaldi S.p.A. e di quella pubblicamente disponibile.
Il presente lavoro è stato completato in data 15 giugno 2020.
Nel rimanere a disposizione per qualsiasi chiarimento, Vi porgo i miei migliori saluti.

Prof. Riccardo Tiscini

INDICE

1. Premessa e oggetto dell'incarico 5

2. Aspetti metodologici dell'incarico 5

3. Analisi del contesto, della struttura e delle logiche dell'Aumento di Capitale 7

3.1 La crisi di Astaldi S.p.A. e l'accesso al concordato preventivo 7

3.2 La manovra finanziaria alla base del concordato preventivo 9

3.3 L'offerta di Salini Impregilo S.p.A. 10

3.4 Il piano di continuità e il contesto strategico di esecuzione dell'Aumento di Capitale ... 12

4. Elementi informativi a supporto del processo decisionale 15

4.1 Andamento patrimoniale, economico e finanziario della Società 16

4.2 Valore economico pre-money del capitale della Società 16

4.3 Piano e Proposta di Concordato basati sull'Offerta Salini 16

4.4 Andamento di borsa del mercato e del titolo Astaldi 17

5. Analisi dei profili economici dell'Operazione per la Società, gli azionisti, l'offerente, i creditori e altri stakeholder 17

5.1 La prospettiva della Società 17

5.2 La prospettiva degli attuali azionisti 18

5.3 La prospettiva dell'offerente Salini Impregilo 18

5.4 La prospettiva dei creditori concordatari 19

5.5 Prospettive di altri stakeholders 19

6. Le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione 20

7. Aspetti metodologici della determinazione del prezzo di emissione nel caso di esclusione del diritto di opzione 21

7.1 Il quadro normativo civilistico 21

7.2 Le configurazioni di valore rilevanti sotto il profilo aziendalistico 23

7.3 Metodologie di generale accettazione nella prassi professionale per la valutazione delle aziende e delle partecipazioni azionarie *25*

7.4 Profili metodologici specifici nelle imprese in crisi *27*

7.5 Breve analisi di case studies rilevanti *29*

8. I criteri di determinazione del prezzo di emissione nell'Aumento di Capitale 34

9. La congruità del prezzo di emissione in base al valore di mercato del patrimonio netto 35

9.1 Valutazione pre-money con il metodo dei flussi di risultato attesi (DCF) *36*

9.2 Valutazione pre-money con i metodi dei multipli di mercato *43*

10. La congruità del prezzo di emissione tenendo conto dell'andamento delle quotazioni 45

10.1 Analisi dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo biennio *46*

10.2 Analisi dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre *47*

10.3 Andamento delle quotazioni e informazioni prospettiche post-money: analisi con il metodo DCF *50*

10.4 Andamento delle quotazioni e informazioni prospettiche post-money: analisi con il metodo dei multipli di mercato *59*

11. Sintesi del parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni 61

1. Premessa e oggetto dell'incarico

Il presente parere è rilasciato in favore di Astaldi S.p.A. (di seguito anche "Astaldi" oppure la "Società") e del proprio Consiglio di Amministrazione (di seguito anche "CdA") al fine di supportare le determinazioni e le delibere che dovranno essere assunte per consentire l'esecuzione degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 Codice Civile (di seguito anche "Aucap", "Aumento di Capitale", "Aumenti di Capitale" o, nel complesso, l'Operazione) previsti dalla proposta di concordato nell'ambito del più ampio processo di ristrutturazione di Astaldi. In considerazione di quanto previsto dall'art. 2441 Codice Civile, forma oggetto della presente proposta la redazione, in qualità di esperto indipendente, di un parere tecnico in merito alla congruità, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del prezzo di emissione delle nuove azioni di Astaldi che verranno emesse in esecuzione degli Aumenti di Capitale. In particolare, il presente parere ha lo scopo di supportare il CdA nelle attività e nelle verifiche da compiere per illustrare, tramite la redazione della relazione prevista dal comma 6 dell'art. 2441 Codice Civile, le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione, nonché i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale previsto dall'offerta (di seguito anche "Offerta Salini") trasmessa da Salini Impregilo S.p.A. (di seguito anche "Salini Impregilo" o "Salini"), sulla quale si basa, di fatto, l'ipotesi di continuità aziendale di Astaldi sottesa al piano (di seguito anche "Piano di Concordato" o "Piano") e alla proposta di concordato (di seguito anche "Proposta di Concordato").

2. Aspetti metodologici dell'incarico

Il parere tecnico s'inquadra nella disciplina dell'art. 2441, quinto comma, Codice Civile, che prevede che il diritto di opzione possa essere escluso quando l'interesse della società lo esiga. In tal caso, il sesto comma dell'art. 2441 c.c., nonché l'art. 158 T.U.F., prevedono specifici adempimenti informativi, imperniati nella relazione illustrativa degli amministratori, a supporto della quale è richiesto il presente parere tecnico.

La relazione a carico del Consiglio di Amministrazione costituisce un presidio informativo nel prevalente interesse degli azionisti esistenti, privati del diritto di opzione in ragione dell'interesse della società. In termini generali, la relazione degli amministratori deve pertanto illustrare come nell'aumento di capitale proposto trovino contemperamento l'interesse della società al perseguimento delle migliori opportunità strategiche e l'interesse degli azionisti a non veder intaccato il valore della loro partecipazione al patrimonio della società.

Il cardine di tale contemperamento è la determinazione del prezzo di emissione, che deve rappresentare un punto di equilibrio tra le attese di rendimento dei nuovi azionisti,

idonee a indurli all'investimento, e la salvaguardia del valore dell'investimento per gli azionisti esistenti.

Questa è la ratio del criterio previsto dall'art. 2441 Codice Civile, secondo il quale il prezzo di emissione deve determinarsi *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*.

L'interpretazione prevalente della norma identifica quale riferimento fondamentale la configurazione di valore del c.d. "capitale economico" dell'azienda (secondo la giurisprudenza talvolta anche "patrimonio netto effettivo"), che è un valore che deriva dall'apprezzamento non solo delle consistenze patrimoniali, ma anche delle prospettive reddituali, cioè della capacità del patrimonio sociale di generare benefici economici futuri per gli azionisti.

Quando si tratta di un'offerta di azioni quotate, la legge impone altresì di tenere conto dell'andamento delle quotazioni di mercato. I prezzi di borsa sono un elemento di cui gli amministratori devono tenere conto, ma senza automatismi e con ampi margini di discrezionalità, rappresentando le condizioni del mercato solo uno degli elementi informativi rilevanti per un processo di determinazione del prezzo di emissione che trova il suo fondamento nel valore economico del capitale.

Le stime funzionali alla determinazione del prezzo di emissione devono essere compiute in una prospettiva *pre-money*, ossia sulla base della capacità di risultato dell'azienda senza l'aumento di capitale, poiché in tal modo è salvaguardato il valore delle azioni esistenti e il nuovo investimento azionario può beneficiare dei rendimenti non ottenibili in assenza dell'aumento di capitale. Tale prospettiva di stima *"risponde a un giudizio di equità, cioè di corretto bilanciamento tra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti"* (PIV, IV.3.1.).

Nel caso specifico dell'Operazione, acquisisce rilevanza essenziale la circostanza che essa è il frutto di un processo di perseguimento e selezione delle migliori alternative strategiche da parte di un'impresa in crisi, nell'ambito del quale l'Operazione stessa si è rivelata l'unica alternativa concretamente in grado di mantenere una prospettiva di continuità aziendale.

Le valutazioni dovranno pertanto tenere conto, tra l'altro: i) degli interventi previsti nell'ambito della manovra finanziaria alla base del Piano; ii) del contesto nel quale è maturato (e dovrà realizzarsi) l'Aumento di Capitale; iii) dei termini e delle condizioni rappresentati nell'Offerta vincolante trasmessa da Salini Impregilo, in mancanza della quale, ragionevolmente, non sarebbe stato possibile perseguire l'ipotesi di continuità aziendale di Astaldi.

Le valutazioni in ordine alle ragioni dell'esclusione del diritto d'opzione e ai criteri di determinazione del prezzo di emissione devono quindi basarsi sulla prospettiva *pre-money*, in assenza dell'Operazione.

La prospettiva *post-money*, che tiene conto del patrimonio e delle aspettative di risultato per effetto dell'Operazione, potrà eventualmente essere rilevante a completamento del quadro informativo, in quanto: a) può aver influenzato

significativamente le aspettative del mercato incorporate nei prezzi di borsa; b) contribuisce alla valutazione dell'equo bilanciamento delle posizioni dei vecchi e dei nuovi azionisti.

3. Analisi del contesto, della struttura e delle logiche dell'Aumento di Capitale

Per un utile inquadramento del contesto in cui si colloca l'Aumento di Capitale, occorre preliminarmente introdurre la crisi di Astaldi S.p.A. ed i profili economici che hanno determinato il sopraggiungere dell'Operazione.

3.1 La crisi di Astaldi S.p.A. e l'accesso al concordato preventivo

La Astaldi S.p.A. è una società per azioni italiana operante nel settore delle costruzioni, quotata presso il mercato telematico gestito da Borsa Italiana nell'indice FTSE Italia Small Cap.

Di seguito si propone un breve *excursus* concernente gli eventi e le cause che hanno determinato lo stato di crisi della Società e indotto la stessa a presentare, in data 28.09.18, ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, ai sensi e per gli effetti dell'art.161, 6° comma, l.f. (R.G. n.63/2018).

La Società, nel ricorso presentato al Tribunale di Roma, richiama inizialmente la dura crisi finanziaria che da più di un decennio attanaglia l'economia mondiale con conseguenze negative particolarmente marcate per il settore delle costruzioni.

Il predetto peggioramento dello scenario macroeconomico ha avuto come conseguenze:

i. l'allungamento dei tempi di pagamento da parte degli enti pubblici ed il mancato incasso di crediti da parte degli enti appaltanti;
ii. la riduzione dei finanziamenti concessi alle imprese dal ceto bancario;
iii. l'incremento dei costi operativi (con conseguente diminuzione della marginalità operativa) in seguito al maggior ricorso a subappalti e lavorazioni conto terzi;
iv. la riduzione dei margini operativi causati dall'incremento dei ribassi di gara in fase di aggiudicazione.

All'inizio di agosto 2017, la società informava gli investitori dell'avvio di un programma di rifinanziamento del debito da eseguire in diverse fasi tra cui l'avvenuta emissione di un *equity-linked bond* e l'avvio di negoziazioni per la sottoscrizione di una linea di credito per 120 milioni di euro.

L'8 novembre 2017, Astaldi operava una prudenziale svalutazione delle proprie attività in Venezuela di circa 230 milioni, in conseguenza dell'aggravarsi della situazione

economica venezuelana dovuta all'introduzione di nuove sanzioni introdotte dagli USA nei confronti del paese latino-americano.

Contemporaneamente alla svalutazione, la società ha intrapreso contatti con i principali finanziatori del gruppo per negoziare i termini di un aumento di capitale. Il 14 novembre 2017 è stato posto all'esame del consiglio di amministrazione di Astaldi il preannunciato programma di rafforzamento patrimoniale e finanziario.

Negli ultimi mesi del 2017, le principali agenzie di *rating* comunicavano al mercato il *downgrade* del titolo Astaldi.

La Società continuava comunque attivamente e proficuamente la propria politica commerciale, registrando fino a giugno 2018 l'acquisizione di importanti progetti.

Nel mese di maggio 2018, il consiglio di amministrazione deliberava l'approvazione dei risultati consolidati al 31 marzo 2018, nonché del piano industriale 2018-2022. Tale piano teneva conto di una manovra di rafforzamento patrimoniale e finanziario complessiva di oltre 2 miliardi di euro e del potenziale ingresso nel capitale di un nuovo socio industriale (IHI Corporation).

Nel medesimo periodo, Astaldi e i suoi azionisti di riferimento (Fin. Ast S.r.l. e Finetupar International) hanno concluso un accordo d'investimento con IHI Corporation, in virtù del quale, al verificarsi di talune condizioni sospensive (tra cui il ricevimento di un'offerta vincolante incondizionata per la vendita della partecipazione detenuta da Astaldi nella concessionaria turca del c.d. Terzo Ponte sul Bosforo e nel contesto del previsto aumento di capitale) IHI avrebbe acquisito una partecipazione di circa il 18% del capitale sociale in Astaldi (pari a circa il 13% dei diritti di voto in assemblea) mediante un investimento di euro 112,5 milioni.

In data 17 maggio 2018, in ottemperanza al piano strategico e alla manovra finanziaria in corso, Fin.Ast effettuava un finanziamento in favore di Astaldi di euro 20 milioni, in conto futuro aumento di capitale.

In data 30 maggio 2018, arrivava risposta favorevole da parte degli istituti di credito con i quali erano in corso le trattative per ottenere nuove linee di finanziamento. Gli istituti di credito manifestavano, inoltre, la disponibilità ad erogare un'ulteriore linea di credito *"New Bonding Facility"* per un importo massimo di euro 179 milioni.

Il 16 luglio 2018, Astaldi comunicava alle banche un aggiornamento della situazione con riferimento alla vendita del Terzo Ponte sul Bosforo (slittata a causa dell'anticipazione delle elezioni presidenziali turche), richiedendo contestualmente la sottoscrizione della nuova linea di credito. Contemporaneamente alcuni istituti di credito ritenevano che la concessione di qualsiasi linea di credito, per cassa e per firma, fosse legata al buon esito delle trattative relative alla cessione del Terzo Ponte.

Il protrarsi della crisi politica turca nell'agosto del 2018, con conseguente interruzione delle trattative relative alla cessione del Terzo Ponte, determinava sostanzialmente la fine del dialogo con gli istituti di credito.

Con lettera del 4 settembre 2018 le banche coinvolte nei negoziati evidenziavano che la cessione del Terzo Ponte era da considerare una condizione essenziale per procedere all'operazione di ricapitalizzazione e che il suo ritardo si sarebbe riflesso

sull'intero aumento di capitale, dichiarando pertanto contestualmente di non essere più in condizione di fornire il richiesto supporto in termini di finanza e di garanzie.

A settembre/ottobre 2018, le principali agenzie di *rating* riducevano ulteriormente il *credit rating* di Astaldi.

Le vicende appena citate hanno determinato un ritardo delle attività operative della Società con conseguente impossibilità a produrre i ricavi pianificati. Al contempo i costi fissi relativi alle commesse già acquisite continuavano a maturare.

L'impossibilità di completare la complessiva manovra di rafforzamento patrimoniale e finanziario, il rallentamento dei cantieri in corso e i costi fissi maturati hanno costretto Astaldi a ricorrere alla procedura di concordato preventivo e, in data 28 settembre 2018, la società ha depositato il ricorso ex art. 161.

3.2 La manovra finanziaria alla base del concordato preventivo

La manovra finanziaria alla base del concordato preventivo di Astaldi (di seguito anche "Manovra Finanziaria" o "Manovra") è stata predisposta anche sulla base delle previsioni contenute nell'offerta vincolante pervenuta da Salini Impregilo in data 14 febbraio 2019 e successivamente integrata.

Nella versione definitiva, come risulta dal Piano di concordato del 19 giugno 2019 e dalle successive integrazioni (l'ultima in data 2 agosto 2019), la Manovra Finanziaria può essere così sintetizzata:

- aumento di capitale per euro 225 milioni, da liberarsi in denaro, riservato a Salini Impregilo S.p.A.;
- ulteriore aumento di capitale per euro 98,65 milioni destinato a servizio della conversione in azioni dei debiti chirografari della Società (secondo un rapporto di 12,493 azioni per ogni 100 euro di credito chirografario accertato o potenziale vantato nei confronti di Astaldi);
- eventuale aumento di capitale a pagamento, in esercizio dei warrant destinati alle banche finanziatrici di Astaldi;
- emissione di un prestito obbligazionario prededucibile pari a euro 75 milioni (la "Prima Tranche");
- sottoscrizione di un nuovo prestito obbligazionario prededucibile da parte di Salini complessivamente fino a euro 125 milioni (la "Seconda Tranche");
- concessione da parte di Illimity Bank S.p.A. di un prestito ponte da euro 40 milioni, necessario a supportare la Società nelle more della erogazione della Seconda Tranche;
- ottenimento, da parte del sistema bancario, di una linea di credito pari a euro 200 milioni alla data prevista per l'omologa della proposta concordataria di Astaldi (la "RCF 200") e il contestuale integrale rimborso dell'eventuale porzione residua della Finanza Prededucibile di cui ai punti che precedono;

- intervento del sistema bancario nel garantire alla Società le linee di firma necessarie ai fini della prosecuzione dell'attività operativa di Astaldi e della corretta implementazione del Piano in continuità, per un importo complessivo previsto in euro 384 milioni;
- la dismissione di specifiche attività che non rientrano nel perimetro della continuità di Astaldi, che saranno liquidate previa costituzione di un Patrimonio Destinato ex art. 2447 *bis* c.c., i cui proventi verranno destinati alla soddisfazione dei creditori chirografari di Astaldi. A questi creditori saranno assegnati specifici strumenti finanziari partecipativi (di seguito anche "STP"). Le principali attività destinate alla vendita sono:
  i. le partecipazioni e i crediti per finanziamento soci detenuti in via diretta da Astaldi nelle società concessionarie;
  ii. le partecipazioni e i crediti per finanziamento soci detenuti in via indiretta da Astaldi per il tramite di Astaldi Concessioni S.p.A.[1], nelle società concessionarie;
  iii. i crediti vantati nei confronti dell'*Instituto de Ferrocarriles del Estado venezuelano*;
  iv. l'edificio e l'annesso terreno siti in Roma in via Giulio Vincenzo Bona n. 65.

3.3 L'offerta di Salini Impregilo S.p.A.

L'interesse manifestato da Salini Impregilo S.p.A. nei confronti di Astaldi si è concretizzato il 14 febbraio 2019 con una proposta irrevocabile, successivamente sottoposta ad aggiornamenti e modifiche, che prevede il conseguimento del controllo di Astaldi tramite un aumento di capitale riservato alla offerente.

Salini Impregilo S.p.A. è una società per azioni italiana, specializzata nella costruzione di infrastrutture complesse e grandi opere, quotata presso il mercato telematico gestito da Borsa Italiana.

L'Offerta rientra in una più ampia strategia di consolidamento della posizione di Salini quale leader del settore "costruzioni infrastrutturali", identificata dallo stesso offerente con il nome di "Progetto Italia".

Questo progetto ha l'obiettivo di creare un *leader* globale delle infrastrutture complesse in grado di competere a livello europeo, di sviluppare processi interni e competenze manageriali avanzate e di rafforzare la consistenza patrimoniale, a supporto di uno sviluppo sostenibile del settore.

[1] Verrà attuata una scissione parziale proporzionale di Astaldi Concessioni S.p.A. con lo scopo di isolare il perimetro della liquidazione da quello della continuità.

Come precedentemente indicato, il piano concordatario prevede un aumento di capitale scindibile di Astaldi con l'esclusione del diritto di opzione per gli attuali azionisti, sino ad un importo massimo di euro 323,65 più i warrant, suddivisi in:

i. una quota pari a Euro 225 milioni circa rappresentata da azioni ordinarie, riservata esclusivamente a Salini e da liberare per cassa, offerto a un prezzo di emissione di euro 0,23 per azione;
ii. una quota fino a Euro 98,65 milioni circa da assegnarsi ai creditori chirografari della Società, unitamente agli strumenti finanziari partecipativi (indicati anche come "SFP"), a tacitazione del loro credito verso la Società, secondo un rapporto di n. 12,493 azioni della Società ogni euro 100 di credito chirografario, da eseguirsi al prezzo di emissione di euro 0,23 per azione;
iii. un aumento di capitale per cassa – previa emissione dei relativi warrant – riservato alle istituzioni finanziarie che hanno fornito la c.d. Finanza interinale nelle more della procedura concordataria e che saranno prestatrici di ulteriori risorse finanziarie in esecuzione del Piano a seguito dell'omologa da parte del Tribunale di Roma;
iv. un aumento di capitale eventualmente a servizio dei creditori sociali che dovessero manifestarsi successivamente all'omologa del concordato preventivo di Astaldi, anche in questo caso ai fini della conversione di una porzione dei propri crediti in azioni della Società;
v. un aumento di capitale a servizio di Salini Impregilo – previa emissione dei relativi warrant – al fine di assicurare alla stessa Salini Impregilo una invariata partecipazione al capitale di Astaldi anche nel caso in cui fossero emesse ulteriori azioni della Società in esecuzione dell'eventuale aumento di capitale di cui al punto che precede (c.d. bonus shares).

L'aumento di capitale verrà deliberato da parte dell'assemblea straordinaria di Astaldi dopo l'approvazione della proposta concordataria con effetti sospensivi condizionati al conseguimento dell'omologa.

Al termine dell'operazione di aumento di capitale, il capitale sociale di Astaldi sarà suddiviso come segue:

- Salini deterrà circa il 65%;
- i creditori chirografari di Astaldi deterranno circa il 28,5%;
- l'attuale azionariato di Astaldi deterrà circa il 6,5%.

Inoltre, al momento in cui l'Aucap sarà sottoscritto e versato, Salini riceverà un *warrant* antidiluitivo al fine di mantenere la prevista quota del 65% del capitale sociale di Astaldi anche in caso di manifestazione di debiti, ad oggi ritenuti solo potenziali, in misura complessivamente superiore ai fondi rischi stimati nel piano.

Il Piano di Concordato, in coerenza con l'Offerta, prevede inoltre l'emissione di SFP destinati ad attribuire ai creditori chirografari di Astaldi i proventi netti derivanti dalla progressiva dismissione di *asset* autonomamente liquidabili, facenti capo in via

diretta e/o indiretta ad Astaldi, e segregate attraverso la costituzione di un patrimonio destinato ex art. 2447-bis ss. del codice civile.

L'Offerta, in aggiunta, consente a Salini alcuni diritti informativi e di *governance* nel periodo interinale.

L'Offerta presuppone da parte delle istituzioni finanziarie, la disponibilità a:

- a partecipare insieme a Salini all'Aucap a pagamento, mettendo a disposizione una quota parte di risorse finanziarie proprie atte a consentire il perfezionamento della complessiva operazione e la corretta esecuzione del piano di Concordato;
- concedere ad Astaldi le linee di credito, per cassa e firma, necessarie nel contesto della stabilizzazione finanziaria e operativa della Società, nella misura prevista dal piano di Concordato.

In base a quanto previsto dal piano di concordato, l'Aucap servirà a pagare i debiti prededucibili e privilegiati e, per la parte eccedente, a sostenere la continuità aziendale di Astaldi.

3.4 Il piano di continuità e il contesto strategico di esecuzione dell'Aumento di Capitale

La Società ha presentato un piano di concordato strutturato su un orizzonte temporale compreso tra il 2019 e il 2023, rispetto al quale sono state effettuate le relative proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie.

I presupposti del Piano di Concordato sono:

- costituzione di un patrimonio destinato ex art. 2447 *bis* c.c. al fine di escludere una serie di *asset* della Società non propedeutici alla continuità;
- cessazione delle commesse ritenute non utili alla prosecuzione dell'attività aziendale in quanto o non remunerative o richiedenti ingenti risorse finanziare per essere espedite;
- continuazione delle commesse in corso, che alla data del 31.12.2018, costituivano un *backlog* complessivo di euro 7,1 miliardi;
- prosecuzione delle concessioni e delle *Operation & Maintenance* (dette anche "O&M") già iniziate ad esclusione di quelle facente parte del patrimonio destinato ex art. 2447 *bis*;
- attuazione di una serie di azioni di riorganizzazione aziendale di contenimento dei costi per il raggiungimento di una maggiore efficienza gestionale (anche "*cost saving"*).

In base ai presupposti citati, Astaldi ha sviluppato il piano industriale 2018-2023 considerando che:

- il perimetro di riferimento del piano industriale comprende, oltre le commesse gestite direttamente dalla Società, anche i consorzi, le *joint operation* e le commesse gestite mediante succursali estere;

- con riferimento al periodo 2018-2021, i singoli budget delle commesse già operative sono stati aggiornati in relazione ai piani futuri di sviluppo dei paesi in cui la Società opera e intende operate;
- è previsto il regolare sviluppo della produzione dei contratti relativi ai contratti in *backlog*, e l'acquisizione di nuovi contratti a partire dal 2021;
- è prevista una struttura dei costi stabile, in linea con l'andamento delle proiezioni di ricavo;
- la maggior incidenza attesa della voce sub-appalti e costi consortili è prevalentemente legata allo sviluppo atteso del volume di nuove acquisizioni, che nelle proiezioni di Piano vengono ipotizzate supportate da attività di sub-appalto;
- le proiezioni economiche inglobano gli effetti previsti delle azioni di *cost saving* già citate;
- è prevista una riduzione del capitale circolante netto quale conseguenza della riduzione dei lavori in corso dovuta all'incasso dei *claims* (varianti contrattuali, disapplicazione penali e *claims* puri) e di un graduale recupero delle condizioni di pagamento *standard* verso committenti e fornitori;
- è previsto il recupero del patrimonio netto negativo alla data di omologa quale risultante del *write-off* del debito concordatario e dell'Aucap.

Si riportano le proiezioni patrimoniali, economiche e finanziarie definitive, sviluppate dalla Società, che costituiscono la rappresentazione del Piano industriale post-manovra 2018-2023[2], supportato dagli interventi finanziari precedentemente citati.

	IVQ18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Conto Economico (Euro migliaia)						
Ricavi	**478.490**	**1.777.260**	**2.232.453**	**2.303.128**	**2.326.160**	**2.349.421**
Costi	**(471.640)**	**(1.689.194)**	**(2.103.271)**	**(2.153.368)**	**(2.174.902)**	**(2.196.651)**
EBITDA	**6.850**	**88.066**	**129.182**	**149.760**	**151.258**	**152.771**
Cost savings	-	6.810	3.910	10.810	15.110	15.110
EBITDA Adj	**6.850**	**94.876**	**133.092**	**160.570**	**166.368**	**167.881**
EBITDA Adj margin	*1,4%*	*5,3%*	*6,0%*	*7,0%*	*7,2%*	*7,1%*
Ammortamenti e accantonamenti	(3.438)	(24.490)	(34.412)	(30.750)	(31.058)	(31.369)
EBIT	**3.412**	**70.386**	**98.680**	**129.820**	**135.310**	**136.512**
EBIT margin	*0,7%*	*4,0%*	*4,4%*	*5,6%*	*5,8%*	*5,8%*
Oneri finanziari	*(1.843)*	*(23.529)*	*(25.777)*	*(16.237)*	*(16.330)*	*(16.423)*
Gestione straordinaria	-	-	*2.639.887*	*2.000*	*2.000*	*2.000*
EBT	**1.569**	**46.857**	**2.712.790**	**115.583**	**120.980**	**122.089**
EBT margin	*0,3%*	*2,6%*	*121,5%*	*5,0%*	*5,2%*	*5,2%*
Imposte	*55.465*	*(33.919)*	*(53.315)*	*(63.756)*	(71.769)	(72.400)
Risultato netto	**57.034**	**12.938**	**2.659.475**	**51.826**	**49.212**	**49.689**
Risultato netto %	*11,9%*	*0,7%*	*119,1%*	*2,3%*	*2,1%*	*2,1%*

[2] Fonte: Piano di Concordato. Dati a livello consolidato.

Stato Patrimoniale (Euro migliaia)	Dic18	Dic19	Dic20	Dic21	Dic22	Dic23
Attivo Fisso	938.374	1.041.406	19.090	12.175	12.175	12.175
Magazzino	*49.106*	*49.106*	*49.106*	*49.106*	*49.106*	*49.106*
WIP	*691.912*	*659.012*	*615.342*	*745.328*	*753.022*	*760.794*
Crediti commerciali	*492.699*	*693.933*	*749.354*	*622.272*	*569.070*	*559.780*
Debiti commerciali	*(112.190)*	*(384.923)*	*(435.050)*	*(576.081)*	*(602.370)*	*(628.923)*
Capitale circolante operativo	1.121.526	1.017.128	978.752	840.625	768.828	740.758
Altre attività / passività	358.428	227.389	580.346	538.185	534.585	534.585
Capitale investito netto	**2.418.328**	**2.285.924**	**1.578.188**	**1.390.985**	**1.315.588**	**1.287.517**
Patrimonio netto	(1.014.763)	(1.001.825)	1.999.369	2.051.195	2.100.406	2.150.095
Cassa e debiti finanziari	*(164.905)*	*(366.170)*	*(621.181)*	*(860.210)*	*(984.819)*	*(1.062.578)*
Nuova finanza e RCF	*-*	*59.424*	*200.000*	*200.000*	*200.000*	*200.000*
Posizione finanziaria netta	(164.905)	(306.746)	(421.181)	(660.210)	(784.819)	(862.578)
Fonti di finanziamento netto debito con	**(1.179.667)**	**(1.308.571)**	**1.578.188**	**1.390.985**	**1.315.588**	**1.287.517**
Debito concordatario						
Prededuzione	**67.827**	**64.327**	**-**	**-**	**-**	**-**
Privilegiati	**96.687**	**96.687**	**-**	**-**	**-**	**-**
Chirografi	**3.433.481**	**3.433.481**	**-**	**-**	**-**	**-**
Fonti di finanziamento	**2.418.328**	**2.285.924**	**1.578.188**	**1.390.985**	**1.315.588**	**1.287.517**

Flusso di cassa diretto (Euro migliaia)	IVQ18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Flusso netto delle commesse	(13.843)	25.060	(69.605)	133.392	33.459	60.359
Incasso claim	*16.600*	*120.450*	*90.289*	*88.423*	*92.550*	*22.400*
Sensitivity	-	-	-	-	-	-
Incasso claim	16.600	120.450	90.289	88.423	92.550	22.400
Vendita concessioni	-	-	-	-	-	-
Flusso di cassa di periodo	**2.757**	**145.510**	**20.684**	**221.815**	**126.009**	**82.759**
Manovra concordataria						
Nuova finanza	-	175.000	25.000	-	-	-
Oneri finanziari nuova finanza	-	(9.905)	(8.296)	-	-	-
Rimborso nuova finanza	-	(115.576)	(84.424)	-	-	-
RCF	-	-	200.000	-	-	-
Oneri finanziari RCF	-	-	(6.500)	(7.000)	(7.000)	(7.000)
Rischi escussioni	-	-	(44.310)	-	-	-
Rimborso investimenti effettuati in concessioni	-	-	57.135	-	-	-
Dotazione di cassa compendio liquidatorio	-	-	-	-	-	-
Canone di service netto da compendio liquidatorio	-	-	2.000	2.000	2.000	2.000
Aucap per cassa	-	-	225.000	-	-	-
Aucap da Warrant premiale	-	-	18.219	-	-	-
Offset investimenti ulteriori post vendita 3BB	-	-	-	14.369	3.600	-
Pagamento creditori						
Prededuzione	-	(3.500)	(64.327)	-	-	-
Privilegio	-	-	(96.687)	-	-	-
Chirografario	-	-	-	-	-	-
Saldo di cassa di fine periodo	**183.507**	**375.036**	**618.531**	**849.715**	**974.324**	**1.052.083**

4. Elementi informativi a supporto del processo decisionale

Per la redazione del presente parere il sottoscritto ha ricevuto dalla Società i seguenti documenti:

- Bilanci degli esercizi 2015, 2016 e 2017;
- Resoconto intermedio di gestione al 31.03.18;
- Decreto di ammissione al concordato preventivo del 5.08.2019;
- Documenti di ricerca degli analisti finanziari degli ultimi tre anni;
- Executive summary del Piano di Concordato (versione del 13.01.2020 e del 7.10.2019);
- Integrazione della proposta concordataria depositata il 16.07.2019 con relativi allegati;
- Memoria di aggiornamento sulla proposta di concordato preventivo con relativi allegati depositata il 2.08.2019;
- Modello Excel del piano di continuità aziendale;
- Nuova proposta concordataria depositata il 19.06.2019 con relativi allegati;
- Proposta concordataria depositata il 14.02.2019 con relativi allegati;
- Relazione ex art. 172 L.F. del 10.02.2020;
- Situazione economica provvisoria al 30.09.2018;
- Situazione patrimoniale ed economica provvisoria al 30.09.2019;
- Situazione patrimoniale provvisoria al 31.12.2018;
- Statuto della Società;
- Ulteriore integrazione della proposta concordataria depositata il 20.07.2019 con relativi allegati;
- Informativa al mercato ex art. 114 TUF del 30.04.2020;
- Verbale dell'adunanza dei creditori del 9.04.2020;
- Nota con informazioni contabili al 31.12.18 e al 31.12.19;
- Visura camerale.

I principali elementi informativi a supporto del processo decisionale del Consiglio di Amministrazione possono essere individuati nei seguenti:

- andamento patrimoniale, economico e finanziario della Società;
- valore economico *pre-money* del capitale della Società;
- Piano e Proposta di Concordato basati sull'Offerta Salini;
- andamento di borsa del mercato e del titolo Astaldi.

4.1 Andamento patrimoniale, economico e finanziario della Società

L'andamento patrimoniale, economico e finanziario della Società è ritraibile dalle ultime informazioni contabili disponibili, rappresentate allo stato attuale dal bilancio al 31.12.17, dalla situazione patrimoniale ed economica al 28 settembre 2018 (situazione contabile alla data della domanda di concordato), dalla situazione patrimoniale ed economica al 30 settembre 2019, quale risultante da una situazione contabile intermedia provvisoria trasmessa ai Commissari Giudiziali della procedura di concordato, nonché, da ultimo, da una nota di sintesi con informazioni patrimoniali, economiche e finanziarie al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019[3].

4.2 Valore economico pre-money del capitale della Società

Il valore economico (o valore intrinseco) della Società prima dell'aumento di capitale è la configurazione di valore fondamentale cui ancorare la decisione sul prezzo di emissione delle nuove azioni in un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, poiché rappresenta il valore della ricchezza economica degli azionisti esistenti alla data di emissione delle nuove azioni e pertanto esprime il prezzo di equilibrio al quale essi non subiscono una diluizione del valore della partecipazione. Tale configurazione di valore, come si dirà meglio in seguito, deve basarsi sulla prospettiva di assenza dell'aumento di capitale proposto. A essa deve intendersi riferito il criterio del "valore del patrimonio netto" di cui all'art. 2441, c. 6, c.c..

4.3 Piano e Proposta di Concordato basati sull'Offerta Salini

L'Aumento di Capitale si prefigge di raggiungere il rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società ed è lo strumento cardine del Piano e della Proposta di Concordato, strutturati secondo lo schema del concordato con continuità aziendale di cui all'art. 186 *bis* L.F.

Il complessivo piano di risanamento di Astaldi, attuato tramite lo strumento del concordato in continuità, è pertanto un elemento informativo essenziale al fine di valutare il bilanciamento degli interessi degli azionisti, dei creditori e degli altri *stakeholders* coinvolti.

[3] La nota sintetizza i risultati dei progetti di bilancio 2018 e 2019 che saranno presentati al CdA per l'approvazione.

4.4 Andamento di borsa del mercato e del titolo Astaldi

Ai sensi dell'art. 2441, c. 6, c.c., il prezzo di emissione deve tenere conto anche "dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". L'andamento del mercato borsistico è peraltro un ulteriore elemento informativo fondamentale del processo decisionale, ancorché la decisione degli amministratori non sia vincolata ad alcun automatismo rispetto ai prezzi di borsa e la rilevanza dipenda anche dalle condizioni di efficienza del mercato. L'andamento delle quotazioni è riferito principalmente al titolo della Società, ma per un quadro informativo completo è rilevante anche l'andamento dei titoli delle altre società del settore e del mercato azionario nel suo complesso.

5. Analisi dei profili economici dell'Operazione per la Società, gli azionisti, l'offerente, i creditori e altri stakeholder

La proposta di Salini Impregilo s'inquadra nell'ambito del c.d. "Progetto Italia", che ha come finalità la creazione di un leader globale delle infrastrutture complesse. Nel seguito si analizzano gli effetti economici dell'operazione per i principali attori coinvolti, che sono gli azionisti attuali, l'offerente Salini Impregilo, i creditori concordatari ed altri eventuali portatori di interesse, le cui prospettive sono riportate nei successivi paragrafi.

5.1 La prospettiva della Società

Per la Società, l'interesse all'Operazione risiede innanzitutto nella necessità di garantire la prospettiva della continuità aziendale, non più sussistente in ragione dell'aggravarsi della crisi, soprattutto per la perdita di valore di taluni assets e del mancato buon esito del programma di rafforzamento patrimoniale perseguito dalla Società nel corso del 2017 e 2018. In assenza del pieno supporto del sistema finanziario, la Società ha perso la autonoma capacità di proseguire la gestione ed è dovuta ricorrere a una procedura concorsuale, nell'ambito della quale si è completato un trasparente processo di sondaggio del mercato, all'esito del quale l'Operazione rappresenta l'unica via concretamente perseguibile per la salvaguardia della continuità e del valore degli assets aziendali, rappresentati in particolare dalle concessioni, dai crediti, dalle rimanenze di lavori in corso, dal portafoglio ordini e dalla capacità di acquisire nuovi ordini, dai quali dipende a sua volta la capacità di funzionamento e di generazione di redditi prospettici.

L'interesse della Società all'Operazione, che giustifica l'esclusione del diritto di opzione, risiede dunque *in primis* nel fatto che non sussiste una concreta alternativa per assicurare la continuità aziendale. In aggiunta, deve considerarsi che l'Operazione è coerente con l'interesse al perseguimento delle migliori opportunità strategiche, poiché offre la prospettiva di un'aggregazione aziendale con il principale player italiano delle

costruzioni, dalla quale possono ritrarsi rilevanti sinergie in termini di costi e, soprattutto, di standing sul mercato internazionale.

5.2 La prospettiva degli attuali azionisti

Come noto, al fine di assicurare parità di trattamento agli azionisti e garantire tutela effettiva ai soci esistenti, il prezzo di emissione, che scaturisce dall'aumento di capitale offerto con esclusione del diritto di opzione, deve essere allineato a quello ricavabile dalla stima del capitale economico in una prospettiva ante aumento (*pre-money*), cioè senza tenere conto dell'aumento di capitale e della eventuale creazione di valore aggiuntivo ascrivibile allo stesso.

Nella prospettiva degli azionisti attuali, privati del diritto di opzione, l'interesse è evitare "indebiti trasferimenti di ricchezza" in favore del nuovo entrante Salini Impregilo, che intaccherebbero il valore della loro partecipazione al patrimonio della società.

In tale contesto, la determinazione del prezzo di emissione rappresenta il punto di equilibrio tra le attese di rendimento dei nuovi azionisti e la salvaguardia del valore dell'investimento per gli azionisti esistenti. Il prezzo di emissione, quindi, deve essere almeno pari al valore economico unitario delle azioni in possesso degli attuali azionisti (in una prospettiva ante-aumento, o *pre-money*) così da garantire a questi ultimi l'invarianza del capitale di loro pertinenza.

5.3 La prospettiva dell'offerente Salini Impregilo

Nella prospettiva di Salini Impregilo, l'operazione ha un rilevante interesse strategico, realizzando l'aggregazione tra le due principali multinazionali italiane nel settore delle costruzioni. In particolare, con l'operazione Salini Impregilo assume il controllo di Astaldi con il 65% dell'azionariato post-aumento, per un investimento di capitale pari a euro 225.000.000. Inoltre, secondo quanto previsto dall'Offerta e recepito dal Piano di Concordato, a tutela dell'investimento di Salini Impregilo sono previsti i seguenti meccanismi:

- nel caso emergano passività privilegiate e prededucibili addizionali tali passività verranno soddisfatte in antergazione a valere sui flussi degli *asset non-core* del patrimonio destinato;
- attribuzione di warrant antidiluitivi a Salini Impregilo esercitabili ove emergano passività chirografe addizionali.

Dal punto di vista economico, le attese di rendimento del nuovo azionista rimangono soddisfacenti finché il prezzo di emissione non supera il valore d'investimento post-aumento (in una prospettiva *post-money*), stimato tenendo conto anche degli effetti dell'Operazione.

5.4 La prospettiva dei creditori concordatari

La convenienza per i creditori deve essere valutata in termini di *recovery rate* dei crediti. Lo scenario di continuità a valle dell'Operazione e della prospettata omologa del concordato deve compararsi con l'alternativa dell'accesso a una procedura concorsuale alternativa, da individuarsi nella migliore (in termini di soddisfacimento dei creditori) tra l'amministrazione straordinaria e il fallimento.

Secondo lo scenario di continuità della Proposta concordataria, la prospettiva dei creditori è associata ai seguenti benefici:

- il pagamento in denaro dei debiti prededucibili per complessivi euro 67,8 milioni e dei debiti privilegiati per complessivi euro 96,7 milioni;
- conversione di debiti chirografi per complessivi euro 3.433,55 milioni, con l'attribuzione ai creditori di azioni ordinarie di Astaldi per una partecipazione post-omologa pari al 28,5% e Strumenti Finanziari Partecipativi (di seguito anche "SFP") con diritti patrimoniali e amministrativi a valere sugli asset non-core di Astaldi posti in liquidazione e oggetto del Patrimonio destinato.

Nello scenario della procedura concorsuale alternativa, con finalità liquidatoria, dovrebbero essere considerati i valori di realizzo delle attività (in modo atomistico o come complesso aziendale in funzionamento) e le passività emergenti legate alle prospettate risoluzioni contrattuali; inoltre non sarebbe previsto alcun aumento di capitale.

Per i creditori chirografari, nello scenario dell'Operazione la soddisfazione avviene con strumenti finanziari, sicché la convenienza sussiste se la somma tra il valore economico delle azioni post-aumento e il valore di mercato degli SFP supera il valore di realizzo ottenibile dagli stessi nello scenario della procedura concorsuale alternativa. Quale ulteriore elemento, seppur non economicamente valutabile in termini generali, può segnalarsi che la continuità concordataria garantisce, per taluni creditori, i benefici della prosecuzione delle relazioni di business con l'impresa.

5.5 Prospettive di altri stakeholders

La prospettiva della continuità aziendale risulta, in termini generali, preferibile a quella liquidatoria anche per altre categorie di portatori di interesse verso l'azienda, che possono beneficiare della prosecuzione dell'impresa. Tra essi, principalmente, i lavoratori, cui la continuità concordataria offre maggiori opportunità d'impiego rispetto al fallimento, ma anche all'amministrazione straordinaria, la quale, come si vedrà meglio in seguito, è strumento meno idoneo ad assicurare la continuità dei contratti di appalto e concessione. In un più ampio contesto, anche gruppi d'interesse pubblico, comunità locali, enti di governo, associazioni imprenditoriali, sindacati e la collettività in generale

sono portatori di interesse le cui prospettive sono positivamente influenzate dalla continuità aziendale della Società.

6. Le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione

La Proposta Concordataria di Astaldi prevede un'operazione di rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società da effettuarsi attraverso un'operazione di aumento di capitale scindibile con esclusione del diritto di opzione per gli attuali azionisti.

Tale esclusione si configura nella fattispecie disciplinata dall'art. 2441, c. 5, c.c., il quale stabilisce che: "*quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale*".

Inoltre, gli amministratori devono predisporre un'apposita relazione ex art. 2441, comma 6, cod. civ., "*dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione*".

Le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione risiedono innanzitutto nell'esigenza di consentire l'attuazione della proposta di concordato preventivo e del relativo piano di continuità permettendo, in tal modo, la sopravvivenza della Società e il mantenimento in capo a essa della continuità aziendale. L'operazione di ricapitalizzazione di Salini Impregilo e la conversione in azioni e SFP dei crediti chirografari rappresentano infatti gli elementi cardine per il raggiungimento degli obiettivi di riequilibrio patrimoniale e finanziario del concordato, senza i quali la società non potrebbe mantenersi in condizioni di continuità aziendale. È infatti dimostrato nei fatti che non sussiste una concreta alternativa di ricapitalizzazione, poiché la Società ha già tentato senza successo strade alternative di mercato per il rafforzamento patrimoniale, all'esito delle quali, nella procedura concordataria, l'offerta di Salini Impregilo si è rivelata l'unica offerta vincolante pervenuta.

Oltre a essere l'unica condizione di sopravvivenza, l'esecuzione dell'Operazione giustifica l'esclusione del diritto di opzione anche per ulteriori profili finanziari e strategici, che presentano rilevanti benefici per la Società.

Detto ciò, gli elementi preminenti che giustificano l'esclusione del diritto di opzione si sostanziano nei seguenti:

- sopravvivenza della società e tutela della continuità aziendale, poiché l'Operazione rappresenta l'unica opzione per il concreto perseguimento di tali obiettivi;
- riequilibrio economico, patrimoniale e finanziario della società che si rende attuabile solamente a seguito dello stralcio di una rilevante porzione di debito, non realizzabile in assenza dell'Operazione, come configurata nella Proposta di concordato;
- rilevante appetibilità strategica della prospettata aggregazione aziendale tra il primo e il secondo player italiano delle costruzioni, che consente la

creazione di un operatore di più grandi dimensioni, l'estrazione di importanti sinergie in termini di efficienza e risparmi di costo, ma soprattutto il conseguimento di benefici di efficacia in termini di reputazione e forza commerciale.

7. Aspetti metodologici della determinazione del prezzo di emissione nel caso di esclusione del diritto di opzione

Al fine di esprimere un parere sulla congruità del prezzo di emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione, occorre preliminarmente analizzare il quadro normativo di riferimento e le metodologie valutative di generale accettazione nella dottrina e nella prassi professionale per il contesto specifico.

7.1 Il quadro normativo civilistico

L'art. 2441, c. 6, c.c., prevede che le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione "*devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione*". Il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato dagli Amministratori in base al "*valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*".

La norma in questione pone come riferimento principale, sulla base del quale va determinato il prezzo di emissione, il "valore del patrimonio netto", ma non chiarisce la definizione di patrimonio netto da assumere quale criterio.

Si deve ritenere che la disposizione non detti alcun criterio rigido e vincolante, ma si limiti a dare un primo punto di riferimento fondamentale (il valore del patrimonio netto) per la determinazione del prezzo.

Per quanto riguarda il "valore del patrimonio netto" il problema interpretativo principale è se si tratti del valore contabile del patrimonio netto, desumibile dalla macro classe A del passivo dello stato patrimoniale, ovvero del "valore corrente di mercato" del patrimonio netto, molto più soggettivo ed ottenibile soltanto tramite la stima del "capitale economico" dell'azienda (o "valore economico del capitale").

La posizione di alcuni giuristi è orientata a considerare l'espressione come riferita al valore contabile del patrimonio netto. Secondo altri, nettamente prevalenti, il mancato riferimento al valore del patrimonio netto risultante dal bilancio comporta che il riferimento sia fatto al valore effettivo, o corrente, del patrimonio netto.

Dal punto di vista aziendalistico, il riferimento deve senza dubbio essere al valore effettivo o corrente del patrimonio netto, corrispondente alla configurazione del "valore economico del capitale".

L'interpretazione prevalente della norma identifica infatti quale riferimento fondamentale la configurazione di valore del c.d. "capitale economico" dell'azienda (secondo la giurisprudenza talvolta anche "patrimonio netto effettivo"), che è un valore che deriva dall'apprezzamento non solo delle consistenze patrimoniali, ma anche delle prospettive reddituali, cioè della capacità del patrimonio sociale di generare benefici economici futuri per gli azionisti. Quindi, per la determinazione del prezzo di emissione occorre fare prioritario riferimento ai criteri di valutazione delle aziende, sviluppati dalla dottrina aziendalistica e di generale accettazione nella migliore prassi valutativa[4].

Il riferimento normativo al "valore del patrimonio netto" di cui all'articolo 2441, 6° comma del Codice Civile, deve peraltro essere letto in modo coordinato con quello di cui all'articolo 2441, 4° comma del Codice Civile, che richiede che il prezzo di emissione "corrisponda al valore di mercato", con ciò riferendosi alla valutazione economica del patrimonio netto (tenendo anche conto, come si vedrà meglio in seguito, dell'andamento del mercato). Tale impostazione è intesa a controbilanciare, dal punto di vista della tutela patrimoniale, il "*parziale sacrificio della posizione amministrativa dei soci pretermessi nell'esercizio del diritto*" di opzione[5].

In relazione all'espressione "valore del patrimonio netto", la prassi e la dottrina sono pertanto concordi nel ritenere che non ci si debba riferire al patrimonio netto contabile, e nemmeno che per stimare tale valore debbano utilizzarsi esclusivamente metodi di valutazione cosiddetti "patrimoniali". Occorre invece riferirsi al valore del capitale economico dell'impresa (o più precisamente, come si vedrà in dettaglio nel paragrafo seguente, al suo valore di mercato).

La seconda parte del comma 6 dell'articolo 2441 afferma che si deve determinare il prezzo di emissione delle azioni "*tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*".

Il riferimento all'"*andamento*" non impone una media delle quotazioni azionarie del semestre. A seconda delle circostanze del mercato e della società, gli amministratori potranno impiegare un più circoscritto arco temporale di riferimento per la rilevazione dei valori azionari. Inoltre, di essi dovranno "*tenere conto*" nella decisione, senza che s'imponga alcuna automatica relazione tra le quotazioni e il prezzo di emissione.

[4] Documento di Ricerca n.221 – Assirevi – Giugno 2018.

[5] G. Balp – Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 804; A. SACCHI, *Attività diverse dalla revisione contabile in senso stretto attribuite al revisore dalla riforma del diritto societario e dal Tuif: fusione, aumento di capitale, acconti sui dividendi (Seconda parte),* in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2005, p. 501.

La norma in questione consente ampi margini di discrezionalità agli amministratori, salva la doverosa motivazione delle decisioni, nell'utilizzo delle quotazioni di mercato. A tale proposito, la dottrina e la giurisprudenza sono unanimi nel sostenere che vi è un obbligo di tenerne conto in maniera critica, ma non vi è alcun obbligo di ancorare la fissazione del prezzo ad una determinata media delle quotazioni. Al limite se, dopo aver considerato ed esaminato attentamente l'andamento delle quotazioni, esse si ritenessero non espressive del reale valore dell'azienda, sarebbe corretto non impiegarle affatto nella fissazione del prezzo di emissione[6].

Le quotazioni borsistiche forniscono indicazioni circa il valore attribuito dal mercato alle azioni scambiate su di esso (il c.d. flottante). Il valore di borsa assume però rilevanza e significatività economica in funzione del grado di efficienza del mercato. Nei mercati azionari caratterizzati da un alto grado di efficienza, i prezzi che si determinano per azioni dotate di un alto grado di liquidità, di corposi volumi scambiati e di una bassa volatilità tendono a convergere verso il valore economico determinabile attraverso le metodologie di valutazione basate sui fondamentali delle società. In assenza di tali condizioni di efficienza, anche a causa di fenomeni di volatilità e instabilità tipicamente connessi a fattori di natura speculativa sui titoli, talvolta avulsi dall'effettivo valore delle azioni, il valore di borsa potrebbe discostarsi, anche significativamente, dal valore economico dell'azienda.

L'andamento delle quotazioni deve pertanto essere considerato dagli amministratori previa valutazione delle condizioni di efficienza del mercato e soprattutto in relazione alla sua capacità di esprimere prezzi coerenti con il valore economico del capitale della società, che rimane il criterio fondamentale per la determinazione del prezzo di emissione.

In considerazione di quanto sopra, per la stima del prezzo di emissione occorre richiamare brevemente le configurazioni di valore e le metodologie per la valutazione dei titoli azionari.

7.2 Le configurazioni di valore rilevanti sotto il profilo aziendalistico

In considerazione di diversi contesti e finalità della stima, occorre riferirsi a specifiche configurazioni di valore (PIV I.6.1).

I Principi Italiani di Valutazione (di seguito anche "PIV") individuano le seguenti 5 configurazioni di valore di riferimento, comuni a tutte le attività: a) valore di mercato; b) valore d'investimento; c) valore negoziale equitativo; d) valore convensionale; e) valore di smobilizzo. Vi è, inoltre, specificamente per le aziende e le partecipazioni azionarie, il valore intrinseco, corrispondente al valore economico del capitale.

[6] Secondo Mignoli, il valore del patrimonio netto "*rappresenta la roccia*", mentre "*l'andamento delle quotazioni è semplicemente il vento, del quale si deve tenere o non tenere conto a seconda che le quotazioni siano o meno rivelatrici di una tendenza*". (MIGNOLI, *Determinazione dell'entità del sopraprezzo,* in "Rivista delle Società", 1982).

Le configurazioni di valore rilevanti per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni in caso di esclusione del diritto di opzione sono il valore economico del capitale e il valore di mercato.

La dottrina aziendalistica individua tradizionalmente nel valore economico del capitale la configurazione di valore di riferimento. I PIV distinguono tra valore di mercato e valore intrinseco (o valore economico) e affermano che la configurazione di valore pertinente per la determinazione del prezzo di emissione nei casi in cui è escluso il diritto di opzione è il valore di mercato (PIV IV.3.2). Il *valore di mercato* di un'azione (o di un'entità aziendale) è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni. Esso rappresenta il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore e il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente (PIV I.6.3).

Il *valore intrinseco* (o "valore economico del capitale", o anche "valore fondamentale") esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi (PIV I.6.8).

Le predette configurazioni di valore sono molto simili, ma si differenziano nel fatto che il valore economico dipende solo dai benefici attesi dall'azienda, sulla base dei suoi fondamentali, mentre il valore di mercato è influenzato anche dagli andamenti del mercato che non trovino spiegazione in essi (inefficienze del mercato, andamenti congiunturali, comportamenti irrazionali, trend speculativi, ecc.).

Poiché il prezzo di emissione è un prezzo di offerta delle azioni, proposto al mercato, esso deve tenere conto non solo dei fondamentali e del valore intrinseco del titolo, ma anche delle condizioni del mercato, che possono determinare una divaricazione tra valore intrinseco e valore di mercato (PIV IV.3.3). L'emissione di azioni in un momento di particolare depressione (euforia) del mercato potrà così giustificare prezzi più bassi (alti) del valore intrinseco. In normali condizioni del mercato azionario, tuttavia, le due configurazioni di valore tendono a convergere.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione, la stima del valore normale di mercato dell'azione è generalmente ottenuta valutando il patrimonio netto nella sua interezza e ricavando pro-quota il prezzo per azione (PIV IV.3.2).

In tema di configurazioni di valore, vi sono tuttavia altri due principi rilevanti:

- la stima del prezzo di emissione deve essere effettuata in una prospettiva *pre-money*, senza considerare l'aumento di capitale, né la creazione di valore indotta dallo stesso (c.d. valutazione *as is*);
- nel caso di emissione di pacchetti azionari rilevanti, il prezzo di emissione può incorporare i benefici non proporzionali ascrivibili all'emissione riservata, quale tipicamente il "premio di controllo".

In concreto, la determinazione del prezzo di emissione dovrebbe riflettere i comportamenti che assumerebbero i partecipanti all'operazione in una normale transazione sul mercato. Per questo, più è rilevante l'emissione rispetto alle azioni in circolazione, più è probabile che il prezzo di offerta sia influenzato da circostanze specifiche della transazione (come avviene nel "valore d'investimento"), quali ad esempio il riconoscimento in esso di un premio di controllo o di una quota parte delle sinergie dell'acquisizione, a beneficio degli azionisti esistenti.

7.3 Metodologie di generale accettazione nella prassi professionale per la valutazione delle aziende e delle partecipazioni azionarie

Per stimare il valore delle aziende e delle partecipazioni azionarie, nelle differenti configurazioni possibili, possono essere impiegate una o più metodiche valutative, che individuano le differenti categorie di carattere generale entro le quali possono essere classificati i principali criteri di stima (PIV I.14.1).

Pur in presenza di diverse metodologie, le variabili critiche del processo di stima del valore economico o del valore di mercato di un'azienda sono congiuntamente rappresentate dalla consistenza del patrimonio aziendale, nella più ampia accezione riferita sia agli elementi materiali che agli elementi immateriali autonomamente identificabili, e dalla sua attitudine a generare reddito, da cui deriva l'avviamento.

Le più diffuse metodologie nell'ambito delle quali possono essere classificati i metodi valutativi utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti[7]:

a. metodica di mercato (*market approach*);
b. metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*);
c. metodica del costo (*cost approach*).

Metodica di mercato (market approach)

I PIV definiscono la metodica di mercato (*market approach*) come quella che "*fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti*" (PIV I.15.1).

L'utilizzo del *market approach* si basa sull'ipotesi che il valore sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di aziende similari avvenuti nel recente passato. Il principio fondamentale consiste nello stimare il valore dell'azienda sulla base dell'osservazione di regolarità statistiche nel rapporto tra prezzi di mercato e grandezze contabili per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il requisito della comparabilità deve essere apprezzato avendo riguardo alle caratteristiche delle attività e delle negoziazioni che hanno originato i prezzi osservati (PIV. I.15.2). Ai fini della valutazione è pertanto necessario effettuare un'analisi accurata

[7] PIV I.14.2

non solo delle caratteristiche delle aziende che vengono poste a confronto, ma anche delle caratteristiche delle transazioni che hanno originato i prezzi negoziati sul mercato.

I principali metodi di mercato sono così classificabili:

- metodo dei multipli delle società comparabili, basato sui prezzi di borsa;
- metodi dei multipli delle transazioni comparabili, basato sulle transazioni per pacchetti rilevanti negoziati fuori dai mercati regolamentati.

Metodica dei flussi di risultati attesi (income approach)

I PIV definiscono la metodica dei flussi di risultati attesi *(income approach)* come quella che "*fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di un'attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro, che possono essere configurati con criteri differenti*" (PIV I.16.1).

Tale metodica stima il valore di un'attività in funzione dei flussi reddituali o finanziari generabili nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della loro distribuzione nel tempo e del loro grado di incertezza.

La metodica dell'*income approach* più razionale è quella che considera i flussi finanziari (metodo DCF); essa ravvisa nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa disponibili l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato). Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa è il tasso di rendimento del capitale di rischio, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per gli azionisti, ovvero il costo medio ponderato del capitale, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per tutti i finanziatori, sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito. Tali metodi finanziari trovano larga applicazione nei casi in cui esiste una forte discrepanza tra redditi e flussi di cassa (ad esempio perché l'azienda sostiene forti investimenti nello sviluppo dimensionale e tecnologico o vive una forte fase di espansione dei fatturati e del capitale circolante). Diversamente, l'utilizzo dei flussi di cassa o dei flussi di reddito non dovrebbe condurre a risultati molto dissimili. La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

Metodica del costo (cost approach)

I PIV definiscono la metodica del costo (*cost approach*) come quella che "*fornisce indicazioni all'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (market approach) e dalla metodica dei risultati attesi (income approach)*" (PIV I.17.1).

La logica sottostante tale metodo presuppone che un operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore pari al costo di sostituzione della stessa con un'altra in grado di garantire analoghe utilità.

I metodi di valutazione delle aziende più coerenti con tale logica sono i metodi patrimoniali, che tuttavia hanno il limite di non considerare il valore di avviamento (se non nella misura in cui sia assorbito dal valore di *intangibles* specifici).

7.4 Profili metodologici specifici nelle imprese in crisi

La valutazione delle aziende in crisi rappresenta la sintesi di considerazioni assai articolate, stante in primo luogo l'elevata incertezza sul futuro dell'azienda al momento della stima[8]. La crisi d'azienda consegue al venire meno delle circostanze che determinano in senso dinamico l'equilibrio economico e finanziario e, nei casi più gravi, delle condizioni necessarie per garantire la prospettiva di continuità. Se la crisi è reversibile, l'azienda può intraprendere percorsi di *turnaround* per ripristinare la profittabilità e la solidità[9].

Per quanto riguarda i metodi di valutazione delle aziende in crisi, la dottrina ha evidenziato che, qualora vi sia il presupposto della continuità aziendale, qualsiasi metodo è, in astratto, applicabile[10].

Tuttavia, i metodi dei multipli di mercato, che fanno riferimento all'osservazione di regolarità tra prezzi di mercato e grandezze contabili, sono talvolta di non agevole applicazione, sia per la specificità (e pertanto la scarsa comparabilità) delle situazioni di crisi, che per le marginalità negative che non consentono un'applicazione significativa dei multipli di maggiore razionalità (EV/Ebit, EV/Ebitda).

I metodi più spesso impiegati nella prassi per le aziende in crisi sono quelli di attualizzazione dei risultati attesi, nei quali tuttavia è importante garantire la coerenza tra l'aleatorietà dei piani di risanamento (non di rado influenzati da un *bias* di ottimismo) e il rischio "prezzato" nel costo del capitale[11][12].

Nel caso specifico dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, occorre considerare che il prezzo deve essere idoneo, da un lato, a tutelare gli azionisti

[8] Cristal QC M. – M Okal R.J. (2006), The valuation of distressed companies – a conceptual framework, International Corporate Rescue, n.3 (2,3).
[9] Guatri L. – (1986), Crisi e risanamento delle imprese, Giuffrè.
[10] Linee guida per la valutazione di aziende in crisi – CNDCEC – SIDREA (27.12.16); La Valutazione delle Aziende in crisi: spunti e riflessioni (Documento del 31 luglio 2015), Fondazione Nazionale dei Commercialisti.
[11] Guatri L., Bini M. (2007) – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Milano, Egea, pp. 617-624.
[12] AIRA 2014, Standards for distressed business valuation; Damodaran (2002) Valutazione delle Aziende, Milano, APOGEO; Damodaran (2009) Valuing Declining and distressed companies; Tiscini R. (2014) Economia della crisi d'impresa, EGEA; Tiscini R. (2014), "Come affrontare l'incertezza nella determinazione del tasso di attualizzazione: il vincolo di coerenza tra tassi e flussi" in AA.VV. (Sidrea), "L'incertezza nelle valutazioni d'azienda" Giuffrè, 2014.
.

della società che sono privati del diritto di opzione, al fine di evitare un'espropriazione del valore delle azioni da loro detenute a beneficio dei nuovi azionisti che operano il salvataggio e, dall'altro, a consentire di cogliere le migliori opportunità di risanamento esistenti nell'interesse preminente di mantenere la società in condizioni di continuità.

Se in condizioni di continuità aziendale il valore economico *as is* è il naturale punto di equilibrio di tali interessi, nello stato di crisi risanabile è più difficile individuare una configurazione di valore che esprima la convergenza degli interessi di vecchi e nuovi azionisti. In assenza di nuovo capitale di rischio l'impresa è probabilmente destinata alla liquidazione, sicché il valore della partecipazione degli azionisti esistenti che non intendano ricapitalizzare la società è esprimibile in termini di valore di liquidazione del patrimonio netto, quasi sempre negativo nel caso di procedure concorsuali. Per altro verso, la ricapitalizzazione da parte di nuovi azionisti riattiva la raccolta di risorse finanziarie al servizio del piano industriale della società e rende nuovamente possibile estrarre i maggiori valori connessi alla continuità e al risanamento. Tali maggiori valori sussistono nella prospettiva *post-money*, ma non in quella *pre-money*, sicché esprimono una creazione di valore conseguibile per effetto dell'aumento di capitale.

La determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale, e i meccanismi di garanzia societaria posti a presidio dello stesso dall'art. 2441 c.c., devono salvaguardare *in primis* il valore della partecipazione degli azionisti esistenti. In questo senso deve essere intesa la posizione dei PIV, secondo cui "*la stima … deve rispondere ad un giudizio di equità, cioè di corretto bilanciamento tra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti*" (PIV IV.3.1). Il meccanismo di garanzie societarie, in altre parole, raggiunge la sua funzione quando assicura agli azionisti preesistenti la conservazione del valore economico delle loro partecipazioni sociali, e ciò avviene basando il prezzo sul valore economico in una prospettiva *as is*, ossia *pre-money*.

Nei casi di crisi, tuttavia, la distanza tra valore *post-money* e valore *pre-money* può essere molto elevata, proprio perché l'aumento di capitale che consente di recuperare le condizioni di continuità aziendale abilita la riattivazione di valori dell'attivo operativo che sarebbero altrimenti andati persi, nonché eventualmente ulteriori opzioni strategiche d'investimento. L'aumento di capitale genera quindi una creazione di valore complessiva che può riguardare in parte nuove opportunità strategiche e in parte il recupero di prospettive reddituali preesistenti non sfruttabili autonomamente dai vecchi azionisti.

Inoltre, poiché nelle società in crisi l'assenza della prospettiva di continuità riduce, spesso fino ad annullare, il valore azionario *pre-money*, l'aumento di capitale per il risanamento dell'azienda ha effetti diluitivi importanti per i vecchi azionisti e realizza non di rado il trasferimento del controllo.

In tali casi, la determinazione del prezzo di emissione è frutto, nei fatti, anche degli equilibri negoziali tra le parti, per l'eventuale allocazione ai vecchi azionisti di una parte dei vantaggi connessi alla creazione di valore che l'aumento di capitale comporta, nonché del premio per il controllo.

Il prezzo di emissione è un prezzo di offerta delle azioni a potenziali investitori, per i quali rappresenta il costo dell'acquisizione, la cui remunerazione comprende anche le sinergie e i benefici privati ascrivibili specificamente al soggetto acquirente. Se da un lato il congruo prezzo di emissione deve basarsi sul valore del capitale economico ascrivibile all'impresa *as is*, dall'altro l'area di convenienza reciproca per vecchi e nuovi azionisti può porsi anche al di sopra di esso, fino alla configurazione del c.d. *valore d'investimento* per l'acquirente, che comprende l'insieme dei benefici offerti dalle azioni al nuovo azionista (poiché "apprezza il ruolo di sinergie e miglioramenti realizzabili da specifici soggetti" - PIV I.6.4).

Negli aumenti di capitale delle imprese in crisi, iperdiluitivi per i vecchi azionisti a causa del basso valore economico *pre-money*, è quindi comune che il prezzo di emissione sia fissato a premio rispetto a esso, tenendo conto della disponibilità dei nuovi soci destinatari dell'offerta a riconoscere un valore di ingresso ai vecchi azionisti, quale premio di acquisizione (per le sinergie e il controllo), soprattutto nei casi in cui il valore economico nullo renderebbe sostanzialmente irrilevante per essi la prosecuzione o la liquidazione della società.

Nella configurazione del valore di liquidazione, il valore *as is* per gli azionisti è funzione della capacità degli attivi di essere convertiti in liquidità mediante realizzo e di estinguere le passività. Qualora il valore di estinzione delle passività risulti superiore al valore di realizzo delle attività, il valore *as is* per gli azionisti sarebbe pari a zero. In tal caso, se l'aumento di capitale consente al nuovo socio di ripristinare i maggiori valori ascrivibili alla continuità, di conseguire sinergie e di beneficiare del controllo, è ragionevole che, in termini negoziali, il prezzo di emissione possa determinarsi "a premio" rispetto al valore di mercato *as is*, consentendo ai vecchi azionisti di beneficiare di una parte delle maggiori remunerazioni ottenibili solo nella prospettiva post-money, e pertanto ascrivibili ai nuovi soci. Naturalmente, la quota di maggiori benefici riconosciuti ai vecchi azionisti dovrà essere tale da mantenere il prezzo di emissione congruamente al di sotto del valore d'investimento per l'acquirente in una prospettiva post-money, così da salvaguardare anche le prospettive di remunerazione del nuovo investitore. Peraltro, le ricapitalizzazioni delle imprese in crisi avvengono non di rado anche con conversione in azioni dei crediti non soddisfatti in denaro, sicché canoni di ragionevolezza della determinazione del prezzo di emissione impongono di evitare che i benefici post-money dell'aumento di capitale siano trasferiti dai creditori insoddisfatti ai vecchi azionisti attraverso la fissazione di un prezzo di emissione troppo vicino al valore d'investimento.

7.5 Breve analisi di case studies rilevanti

Date le specificità degli aumenti di capitale nelle imprese in crisi, si ritiene utile analizzare alcune operazioni similari che hanno interessato società quotate italiane nel

recente passato. Possono a tal fine considerarsi i *case studies* riguardanti le seguenti società quotate:

- Seat Pagine Gialle S.p.A. (di seguito anche "Seat PG)"
- Trevi Finanziaria Industriale S.p.A. (di seguito anche "Trevifin")
- Stefanel S.p.A. (di seguito anche "Stefanel").

Seat PG

L'operazione di aumento di capitale effettuata nell'ambito del concordato preventivo di Seat PG prevedeva: (i) il deposito di autonome proposte di concordato di Seat PG e della controllata Seat PG Italia S.p.A., che prevedevano, tra l'altro, un'operazione di fusione per incorporazione di Seat PG Italia S.p.A. in Seat PG, con annullamento delle azioni di Seat PG Italia S.p.A. (interamente controllata da Seat PG); (ii) un aumento di capitale di Seat PG post fusione al servizio della conversione in *equity* di parte dell'esposizione debitoria della società nei confronti di creditori bancari e finanziari; (iii) la riduzione del capitale di Seat PG post fusione nella misura necessaria a coprire le perdite non ripianate che sarebbero risultate all'esito dell'omologazione definitiva dei due concordati.

Al momento della decisione degli amministratori sul prezzo di emissione, il valore di borsa dell'azione era pari a circa euro 0,002 e il patrimonio netto contabile risultante dall'ultima informativa societaria (al 31.12.13) era negativo per euro 1,3 miliardi. Il prezzo di emissione è stato determinato in euro 0,000031 per azione.

Nell'ambito di detta operazione, gli amministratori hanno illustrato le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione in favore degli azionisti all'epoca esistenti. Tali ragioni sono identificabili "*nell'ovvia esigenza di consentire l'attuazione delle proposte di concordato preventivo e del relativo piano della Società e di Seat PG Italia, permettendo in tal modo, post Fusione, la sopravvivenza della Società e il mantenimento in capo alla stessa della continuità aziendale. Ed invero la ricapitalizzazione conseguente all'Aumento di Capitale Riservato — derivante, automaticamente per effetto dell'omologazione, a fronte dello stralcio (e quindi mediante utilizzazione) dei debiti della Società post Fusione nei confronti dei Creditori Concorsuali B e C — è un tassello essenziale e indefettibile per ottenere gli obiettivi di riequilibrio patrimoniale e finanziario cui è preordinata l'operazione concordataria*".

All'esito dell'operazione di aumento di capitale gli azionisti all'epoca esistenti hanno subito una rilevante diluizione, necessaria alla "sopravvivenza" della società.

In merito ai criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, gli amministratori hanno ritenuto che le quotazioni di borsa "*non possono considerarsi dati utilizzabili per contribuire, nel caso di specie, alla determinazione del valore della società, in quanto risultano influenzate da fattori di natura speculativa manifestati anche dall'elevata volatilità delle quotazioni del titolo*". Gli amministratori di Seat PG hanno quindi ritenuto che per "*soddisfare quanto richiesto da dette norme (*articolo 2441, c.c., ndr*) è, dunque, necessario ma anche sufficiente verificare che la Società, all'esito*

dell'operazione di ricapitalizzazione, avrà un valore positivo. D'altronde, è stata proprio questa la ragione che ha suggerito - anche al fine di evitare contestazioni in ordine alla stessa ammissibilità delle proposte di concordato - di mantenere agli attuali soci una misura così modesta del capitale sociale".

Nella relazione del Consiglio di Amministrazione gli amministratori di Seat PG affermano che "*in assenza di una manovra di ristrutturazione del debito e di trasformazione dello stesso in equity, grazie proprio all'Aumento di Capitale Riservato, le società avrebbero un valore nullo, alla luce della situazione di deficit del patrimonio netto, e quindi, nullo sarebbe il valore della partecipazione detenuta da ciascuno degli attuali Azionisti. In ragione di quanto sopra, la ratio dell'art. 2441, sesto comma, cod. civ. e dell'art. 158 del TUF è, per definizione, soddisfatta*".

Quindi, le quotazioni di Borsa non sono state ritenute dagli amministratori un riferimento idoneo a rappresentare il valore economico pre-money delle azioni di Seat PG. Gli amministratori hanno adottato tale decisione anche in considerazione (i) dell'elevata frammentazione dei pacchetti azionari scambiati, (ii) delle comunicazioni di natura speculativa sulla società, anche non ufficiali, che hanno determinato brusche variazioni di prezzo, (iii) delle differenze rilevanti tra prezzi di acquisto e di vendita delle azioni (*spread bid/ask*) rispetto alla media del listino azionario. Tali circostanze indicano una scarsa efficienza del mercato e conseguentemente la divaricazione tra prezzi di borsa e valori fondamentali.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni è quindi stato determinato sulla base del valore fondamentale di Seat PG post esdebitazione secondo quanto previsto dalla proposta di concordato preventivo, stimato sulla base del metodo dei flussi di cassa operativi scontati (DCF), quale metodo principale, e del metodo dei multipli di mercato quale metodo di controllo[13].

Trevifin

L'operazione di ricapitalizzazione di Trevifin si inserisce in un contesto in cui il patrimonio netto di Trevifin era fortemente negativo (per euro 148,1 milioni) e in cui era necessario un rafforzamento patrimoniale del Gruppo Trevi, le cui società erano interessate da procedure di ristrutturazione del debito ex art.182 bis l.f.. Detta operazione comprendeva diversi aumenti di capitale.

Al momento della decisione degli amministratori sul prezzo di emissione, il valore di borsa dell'azione era pari a circa euro 0,0112 e il patrimonio netto contabile risultante dall'ultima informativa societaria (al 30.06.19) era pari a euro -173 milioni. Il prezzo di emissione è stato determinato in euro 0,0001 per azione. Gli amministratori hanno giustificato l'operazione come rappresentativa della "*principale misura per recuperare le condizioni di continuità aziendale altrimenti non sussistenti avuto riguardo alla situazione finanziaria della Società*".

[13] Relazione della società di revisione in merito alla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni.

In relazione ai criteri di determinazione del prezzo delle nuove azioni, gli amministratori hanno determinato un prezzo di emissione pari a euro 0,0001, ovvero pari al prezzo minimo di negoziazione delle azioni secondo il regolamento di Borsa Italiana, in quanto "*la ratio dell'art. 2441 comma 6 del codice civile, (che è quella di verificare che l'aumento di capitale con esclusione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci) è, per definizione, soddisfatta. Infatti, l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono almeno in parte quale conseguenza dell'esclusione del diritto di opzione con riferimento all'aumento di capitale riservato non comporterà per gli stessi alcuna perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma, al contrario, la conservazione da parte dei soci attuali di una, seppur modesta, frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione*".

Infatti, in considerazione del volume di scambi molto contenuto in rapporto al totale delle azioni in circolazione, dell'andamento volatile del titolo influenzato dalle informazioni fornite al mercato circa l'evolversi del processo di risanamento del gruppo, nonché del fatto che il prezzo rifletteva in qualche misura il successo dell'operazione di risanamento, gli amministratori hanno ritenuto ragionevole non considerare le quotazioni di mercato quale base per la determinazione del prezzo delle nuove azioni. D'altra parte, l'applicazione di un metodo alternativo quale il metodo dei multipli (EV/Ebitda) avrebbe portato ad una valorizzazione negativa dell'*equity value* della società prima dell'esecuzione dell'aumento di capitale[14]. Sulla base di tali circostanze, gli amministratori hanno ritenuto ragionevole la fissazione del prezzo nella misura minima che consentisse la negoziazione in borsa delle azioni, sostanzialmente prossima allo zero (come detto, euro 0,0001 per azione).

Stefanel

L'operazione di aumento di capitale con esclusione del dirizzo di opzione di Stefanel è ricompresa nella più ampia operazione di risanamento e rilancio del Gruppo Stefanel che include, *inter alia*:

- la ristrutturazione del debito ex art. 182-bis l.f.;
- la ripatrimonializzazione della Stefanel e del Gruppo Stefanel;
- l'iniezione di nuove risorse per euro 25 milioni a supporto dell'implementazione del piano di sviluppo.

Al momento della decisione degli amministratori sul prezzo di emissione, il valore di borsa dell'azione era pari a circa euro 0,13 e il patrimonio netto contabile risultante dall'ultima informativa societaria (al 30.06.17) era negativo per euro 21,7 milioni. Il prezzo di emissione è stato determinato in euro 0,0483 per azione.

Gli amministratori hanno spiegato la convenienza dell'operazione una volta constatata l'assenza di soluzioni alternative all'operazione prospettata. L'elevato livello di indebitamento della Stefanel avrebbe infatti impedito l'attuazione di operazioni alternative astrattamente idonee a consentire i medesimi obiettivi come, ad esempio,

[14] Relazione della società di revisione in merito alla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni.

aumenti di capitale sul mercato che avrebbero comportato rilevanti oneri, incertezza nell'esito e tempi di esecuzione non compatibili con le esigenze della società.

A giudizio del Consiglio di Amministrazione di Stefanel, "*ai fini della valutazione circa la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale assume valore determinante la circostanza che la selezione degli Investitori sia stata preceduta dalla valutazione comparativa da parte della Società, con il supporto dell'Advisor Finanziario, delle diverse offerte ricevute da terzi potenziali investitori con riferimento al possibile investimento nel capitale sociale della Società*"[15].

Quanto al parametro delle quotazioni azionarie della Stefanel, gli amministratori hanno ritenuto che dette quotazioni non potessero essere impiegate in quanto:

- il mercato dei titoli azionari della società era particolarmente sottile e caratterizzato da volumi di scambio molto ridotti;
- l'andamento delle quotazioni dei titoli azionari era significativamente più volatile rispetto alla media registrata nel listino FTSE MIB;
- il prezzo dei titoli azionari si formava sulla base di differenze denaro-lettera significativamente più elevate di quelle registrate nel listino FTSE MIB;
- il prezzo di borsa risultava influenzato da fattori di natura speculativa del tutto avulsi dall'effettivo valore delle azioni e pertanto non era attendibile.

In considerazione di quanto sopra, gli amministratori hanno proceduto a stimare il valore equo delle azioni sulla base del metodo di attualizzazione dei dividendi prospettici (metodo Dividend Discount Model). Anche sulla base dell'applicazione di detto metodo di valutazione, il valore delle azioni è risultato negativo e quindi non direttamente utilizzabile ai fini della determinazione del prezzo di emissione.

Gli amministratori hanno determinato un prezzo di emissione pari a euro 0,0483[16] (di cui euro 0,0135 da destinare a capitale sociale e euro 0,0348 da destinare a riserva sovrapprezzo), tenuto conto della disponibilità dell'investitore Attestor Capital[17] a riconoscere tale valore per l'ingresso nel capitale della Stefanel con il 71%.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione, gli amministratori hanno ritenuto rilevante la circostanza che la selezione degli investitori sia stata effettuata mediante una valutazione comparativa da parte della Società. All'esito di detta procedura, l'offerta presentata dall'investitore Attestor Capital è stata ritenuta dagli amministratori la più vantaggiosa, soprattutto per la maggiore certezza del perfezionamento dell'aumento di capitale[18]. Il prezzo riveniente da tale offerta è stato pertanto assunto come prezzo di emissione in quanto rappresentativo del prezzo formatosi sul mercato tra

[15] Relazione della società di revisione.
[16] La media del prezzo ponderato delle azioni Stefanel nei 12 mesi antecedenti la data di annuncio dell'operazione (22.03.17) e nel primo semestre 2017 era pari rispettivamente a euro 0,16 e a euro 0,17.
[17] L'operazione di rafforzamento patrimoniale e finanziario coinvolgeva inizialmente Oxy Capital Italia S.r.l. e Attestor Capital LLP in qualità di potenziali investitori. L'aumento di capitale è stato infine sottoscritto da Attestor Capital LLP.
[18] Relazione della società di revisione in merito alla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni.

parti indipendenti in grado di meglio valorizzare le partecipazioni degli azionisti preesistenti.

Conclusioni sulla casistica delle imprese "distressed"

La casistica aneddotica sopra richiamata fornisce evidenza di alcuni aspetti comuni circa i criteri di determinazione del prezzo di emissione ex articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, per le imprese in crisi e in particolare:

- la rilevanza dell'assenza di alternative per garantire la continuità, ai fini della stima del valore di mercato *as is* delle azioni, in una prospettiva *pre-money*;
- la sostanziale irrilevanza, per la stima del prezzo di emissione, dei flussi di cassa attesi quali risultanti dai piani di risanamento, riferiti alla prospettiva post-money;
- l'inattendibilità delle quotazioni azionarie, nel caso di inefficienza del mercato o di incorporazione nei prezzi della prospettiva del risanamento (*post-money*).

8. I criteri di determinazione del prezzo di emissione nell'Aumento di Capitale

L'Operazione proposta consiste nell'emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione, a valere su una serie di aumenti di capitale deliberati al servizio del Piano di Concordato (di seguito anche, unitariamente, "Aumento di Capitale").

Il prezzo di emissione determinato dagli Amministratori deve essere idoneo, da un lato, a tutelare gli azionisti di Astaldi che sono privati del diritto di opzione, al fine di evitare un trasferimento del valore delle azioni da loro detenute a beneficio dell'investitore terzo Salini Impregilo e, dall'altro lato, a permettere di cogliere le migliori opportunità strategiche esistenti nell'interesse della Società, sia sotto il profilo industriale che per la raccolta di risorse finanziarie a servizio del Piano di Concordato.

Nell'Aumento di Capitale il prezzo di emissione delle azioni ordinarie è vincolato, poiché è stato determinato in euro 0,23 nell'offerta presentata da Salini Impregilo.

Tale offerta è pervenuta a conclusione del processo di individuazione e selezione delle migliori alternative strategiche da parte di Astaldi per l'esecuzione di un piano di rafforzamento patrimoniale e di rilancio industriale, nell'ambito del quale diversi operatori hanno valutato l'investimento azionario, ma l'offerta Salini Impregilo è risultata l'unica alternativa concretamente perseguibile per mantenere una prospettiva di continuità aziendale, prevedendo l'immissione di capitale in Astaldi con una prospettiva di medio-lungo termine, nell'ambito di un più ampio progetto di aggregazioni industriali nel settore delle costruzioni (c.d. "Progetto Italia").

Nel corso della procedura di pre-concordato la Società, con l'ausilio dei propri *advisors*, ha avviato un processo volto ad individuare potenziali investitori industriali, al fine di poter disporre di nuove risorse volte a finanziare il fabbisogno necessario alla gestione in continuità delle commesse, nonché a sfruttare possibili sinergie con operatori del medesimo settore. In esito a tali attività, è pervenuta una manifestazione di interesse

da parte di Salini Impregilo, per l'acquisizione di un ramo di azienda afferente alle attività di costruzioni infrastrutturali, e una manifestazione di interesse da parte della società giapponese IHI, che ha manifestato interesse nel partecipare all'azione di risanamento di Astaldi tramite l'ingresso nel capitale. Quest'ultima aveva già in corso valutazioni sull'operazione di rafforzamento patrimoniale di Astaldi prima dell'accesso alla procedura concorsuale.

A seguito delle attività di *due diligence* da parte di tali due interlocutori, solo Salini Impregilo ha proseguito la strada delle negoziazioni, avendo invece avuto esito negativo le pur avviate trattative con IHI.

In tale contesto quindi, l'offerta Salini Impregilo si è rivelata l'unica alternativa per salvaguardare la continuità aziendale, le prospettive industriali e così il valore dell'impresa Astaldi.

L'Offerta, pur essendo l'unica disponibile, presenta rilevanti opportunità strategiche per Astaldi (e quindi per i suoi azionisti attuali e potenziali), in considerazione anche della complementarietà delle geografie e dei comparti infrastrutturali delle due società, che contribuirebbe a un rafforzamento della presenza all'estero e al miglioramento del profilo rischio-rendimento dell'intero gruppo risultante dall'integrazione, con il conseguimento di sinergie commerciali e operative ascrivibili alla valorizzazione delle rispettive competenze tecniche e commerciali. L'operazione garantirebbe inoltre la continuità dei lavori di Astaldi e la preservazione della relativa catena del valore, contribuendo così alla indispensabile stabilizzazione del settore anche e soprattutto sul mercato nazionale delle grandi opere.

In conclusione, il prezzo di emissione delle azioni nell'Aumento di Capitale è determinato dall'offerta presentata da Salini Impregilo, risultata l'unica disponibile in grado di assicurare la prosecuzione dell'attività d'impresa e rilevanti prospettive di creazione di valore nel medio-lungo termine per gli azionisti presenti e futuri.

Ciò non esime gli amministratori, in sede di delibera sulla determinazione del prezzo di emissione, dalla valutazione della sua congruità in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, in coerenza con il disposto normativo dell'art. 2441, c. 6, c.c.. Il presente parere tecnico esprime, di seguito, le considerazioni e le valutazioni da condurre per pervenire a un giudizio informato sulla congruità del predetto prezzo di emissione.

9. La congruità del prezzo di emissione in base al valore di mercato del patrimonio netto

Come ampiamente illustrato, al fine di verificare la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni, occorre determinare in primo luogo il valore di mercato delle azioni Astaldi, come espressione del prezzo che ragionevolmente potrebbe formarsi sul mercato in una libera transazione tra parti indipendenti e correttamente informate. Il valore di mercato è funzione dei benefici attesi dalle azioni (così come il valore

economico del capitale), ma anche delle variabili afferenti al contesto congiunturale di mercato (variabili, queste ultime, che differenziano il valore di mercato dal valore economico del capitale). La valutazione deve, come detto, essere effettuata in una prospettiva *pre-money*, ossia sulla base della capacità reddituale dell'azienda senza l'aumento di capitale, poiché ragionevolmente il nuovo socio deve pagare un prezzo basato sul valore *as is* dell'azienda prima dell'aumento di capitale, senza tenere conto del patrimonio e delle aspettative di risultato addizionali conseguenti all'effetto stesso della ricapitalizzazione.

9.1 Valutazione pre-money con il metodo dei flussi di risultato attesi (DCF)

Lo stato di crisi di Astaldi e l'accesso alla procedura concorsuale del concordato preventivo rende evidente che non ricorre, in assenza dell'Aumento di Capitale, e più in generale dell'Operazione sottesa alla Proposta di Concordato, il presupposto della continuità aziendale e la capacità di soddisfare in autonomia le obbligazioni.

Ciò è desumibile da diversi indicatori, tra i quali il patrimonio netto della società fortemente negativo (per euro 1,5 miliardi al 31.12.19), la mancata generazione di utili dall'esercizio 2016, la mancata generazione di flussi di cassa operativi positivi dall'esercizio 2014. Come già richiamato, a partire dal 2017 la Società ha visto progressivamente aumentare il proprio stato di tensione finanziaria, avviando un piano di rafforzamento patrimoniale e intensificando le interlocuzioni con il sistema bancario per la concessione di nuove linee di cassa. Tuttavia, tali interlocuzioni non hanno portato a risultati utili e la difficoltà ad accedere a nuove fonti di finanziamento ha aggravato l'operatività aziendale, contribuendo a determinare una situazione di stallo dei cantieri. La mancanza di nuove risorse finanziarie ha comportato l'impossibilità per Astaldi di approvvigionarsi dei mezzi necessari alla prosecuzione dell'attività e di pagare regolarmente i fornitori, nonché la difficoltà di produrre le garanzie per firma necessarie per incassare gli anticipi contrattuali programmati con le nuove aggiudicazioni e per acquisire nuovi ordini.

Sulla base di quanto sopra, in una prospettiva *pre-money* non può che stimarsi il valore di mercato di Astaldi secondo un'ipotesi da configurarsi come liquidatoria. Nello specifico, in considerazione del *core business* della Società, può ragionevolmente prevedersi una limitata fase di continuità gestionale transitoria, per garantire un'efficace attività liquidatoria mediante la cessione del complesso aziendale in funzionamento, preservando quanto più possibile l'eseguibilità del portafoglio ordini. Infatti, un'interruzione improvvisa dell'esecuzione delle commesse in portafoglio presenterebbe ragionevolmente rilevanti profili di diseconomicità per Astaldi, e quindi per i suoi azionisti e creditori.

L'interruzione improvvisa di talune attività comporterebbe il mancato incasso del saldo del corrispettivo dei lavori da effettuare sino al collaudo delle opere e, quindi, la perdita della relativa marginalità. Inoltre, Astaldi dovrebbe sostenere oneri legati alla

chiusura del rapporto di lavoro delle risorse umane impiegabili nei diversi cantieri. Gli *asset* materiali di Astaldi, come le attrezzature, subirebbero un depauperamento di valore rilevante qualora non utilizzate nell'ambito delle commesse in cui sono impiegate. Infine, la Società continuerebbe a sostenere costi fissi non controbilanciati dai ricavi, e vi sarebbe il rischio di escussione di fidejussioni e di applicazione delle penali contrattualmente previste.

Quindi, al fine di preservare quanto più possibile, seppur in uno scenario liquidatorio, il patrimonio aziendale, è ragionevole considerare una procedura concorsuale con una limitata fase di continuità provvisoria. Nello specifico, appare opportuno considerare uno scenario liquidatorio che preveda l'accesso alla procedura di Amministrazione Straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza[19], per la quale la Società possiede i requisiti di accesso, al fine di permettergli di operare per un arco temporale limitato, e non interrompere improvvisamente le attività.

La procedura di Amministrazione Straordinaria è volta al recupero di risorse mediante la cessione dei complessi aziendali, in base a un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa[20].

Per valutare l'azienda nella prospettiva *pre-money*, occorre pertanto stimare i flussi di cassa ottenibili da Astaldi nell'ipotesi di Amministrazione Straordinaria, che rappresenta il migliore scenario conseguibile senza ricapitalizzazione.

I flussi di cassa (positivi e negativi) nel caso di accesso alla procedura di Amministrazione Straordinaria, deriverebbero:

- dalle commesse ragionevolmente perseguibili e dai cosiddetti *claims*;
- dal pagamento di tutte le passività emergenti a fronte delle commesse per le quali non è prevista la prosecuzione;
- dalla cessione degli altri attivi disponibili;
- dalle spese di procedura;
- dal pagamento dei creditori concorsuali.

Flussi di cassa dalla prosecuzione delle commesse e dai "claims"

I flussi di cassa derivanti dalla prosecuzione delle commesse si riferiscono alle commesse in portafoglio incluse nel Backlog (senza assumere l'acquisizione di nuove commesse, data l'impossibilità di rilasciare le necessarie garanzie finanziarie). Si assume che per alcune commesse si ipotizzi la prosecuzione nell'ambito di una continuità transitoria, finalizzata alla liquidazione del patrimonio aziendale. Nello specifico, considerate le difficoltà finanziarie della Società, nella prospettiva valutativa *pre-money* Astaldi avrebbe impiegato le poche risorse finanziarie disponibili (i) per proseguire le

[19] L'istituto in esame trova la sua prima definizione nel d.l. 30.1.1976, n. 26, conv. in l. 3.4.1979, n. 95. Il quadro normativo è stato poi riformato e più volte modificato: con il d.lgs. 30.7.1999 n. 270, con il d.l. 23.12.2003**,** n. 347, conv. in l. 18.2.2004, n. 39; con il d.l. 28.8.2008, n. 13. conv. in l. 27.10.2008, n. 166 e da ultimo con il d.l. 13.5.2011, n. 70**,** conv. in l. 12.7.2011, n. 106.

[20] L'ipotesi di un programma di ristrutturazione ex art. 28 d.lgs. n. 270/99, infatti, sarebbe sostanzialmente impraticabile per i motivi suesposti.

commesse con marginalità maggiore, e tali da non richiedere iniezioni di nuova finanza, e (ii) per completare gli investimenti necessari per il completamento delle lavorazioni residue dei principali cantieri oggetto di vendita.

I flussi di cassa delle commesse da proseguire vengono stimati dalla Società sulla base dei margini delle commesse (al netto di tutti i costi di struttura di Astaldi) per le quali si ipotizza la prosecuzione.

Nello specifico, sono prese come riferimento esclusivamente le commesse incluse nel Piano di continuità di Astaldi, che rappresentano quelle per le quali la Società ha ritenuto più conveniente procedere con la continuazione. Rispetto al Piano di Concordato, nello scenario liquidatorio dell'a.s. non sono previste nuove commesse, data la sostanziale impossibilità di partecipare a nuove gare e di conquistare nuove aggiudicazioni.

Sulla base delle commesse individuate per la prosecuzione nell'ambito dello scenario liquidatorio, possono stimarsi i flussi di cassa derivanti da tali commesse, pari a euro 124,1 milioni[21].

Nella determinazione dei flussi di cassa derivanti dalle commesse occorre tenere conto anche dei "*claims*", componente divenuta fisiologica nel settore, riferita a domande o contestazioni che l'appaltatore sottopone, con specifiche formalità, al cliente al fine di far valere il riconoscimento di maggiori compensi, oneri, danni o tempi di esecuzione.

Nell'ipotesi liquidatoria può ragionevolmente assumersi che i contenziosi aventi ad oggetto i *claims* sarebbero oggetto di cessione, per monetizzare quanto prima l'attivo aziendale, anche in considerazione dei lunghi tempi di definizione di detti contenziosi, che il più delle volte hanno come controparte soggetti esteri.

La stima del presumibile valore di cessione di detti *claims* può farsi pari al valore attuale netto dei flussi di recupero attesi.

A tal fine, appare ragionevole considerare la stima effettuata nella relazione del Prof. Gatti ex art.161, comma 3, e 186-bis, comma 2, lettera b), l.f. (di seguito anche "Attestazione"), in cui, dopo un'analisi approfondita dei singoli *claims*, si stimano i flussi d'incasso attesi in ipotesi di Amministrazione Straordinaria, e che di seguito si riportano.

Importo nominale incasso	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Italia	-	-	17,54	16,83	28,51	29,10	-	16,40	0,80	4,74
Algeria	-	-	-	-	-	-	-	86,40	-	-
Cile	-	-	-	-	25,00	-	-	-	-	-
Honduras	0,60	2,30	1,90	-	-	-	-	-	-	-
Polonia	-	-	-	-	-	-	19,10	-	23,85	-
Romania	16,00	29,35	12,20	5,70	22,50	27,38	4,05	2,80	-	-
Turchia	-	6,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Flusso di incassi da *claims* al valore nominale	16,60	37,65	31,64	22,53	76,01	56,48	23,15	105,60	24,65	4,74

Tali flussi ammontano a totali euro 399,1 milioni ed esprimono una stima inferiore a quella del Piano di Concordato (pari a euro 430,8 milioni), in ragione del fatto che qui si assume la cessione a stralcio dei *claims*.

[21] Relazione dell'attestatore prof. Corrado Gatti, ex art.161, comma 3, e 186-bis, comma 2, lett. B), l.f.

Al fine di stimare il presumibile valore di cessione, il Prof. Gatti ha quindi attualizzato detti flussi a un tasso desumibile dalla prassi di mercato, utilizzato dagli investitori nella valutazione di *non performing exposures,* e stimato come costo opportunità del capitale di rischio di Astaldi, basato sul Capital Asset Pricing Model (CAPM), da cui discende un costo del capitale pari al 12,43% per i flussi dei *claims* in Algeria[22], e pari al 9,43% per i flussi dei *claims* di tutti gli altri paesi[23].

Il presumibile valore di cessione di detti *claims* può pertanto stimarsi in circa euro 253,1 milioni.

Pagamento delle passività emergenti a fronte delle commesse per le quali non è prevista la prosecuzione

L'interruzione di alcune commesse comporterebbe flussi di cassa negativi scaturenti dalla risoluzione in danno delle commesse con conseguente escussione di fidejussioni e applicazione di penali, dai costi connessi alla chiusura dei cantieri, e da eventuali azioni risarcitorie da parte di committenti o *partner* commerciali.

Nell'Attestazione sono stimati i flussi di cassa in uscita a fronte della mancata prosecuzione di commesse per le quali si prevede la chiusura. Al fine di determinare tali flussi di cassa in uscita, nell'Attestazione è stato considerato il totale delle garanzie in essere al 28.09.18, per poi eliminare le garanzie relative alle commesse italiane[24] e le garanzie relative a commesse per le quali si ipotizza la prosecuzione. Inoltre, nell'Attestazione si è ritenuto opportuno effettuare un "*abbattimento forfettario, nella misura del 40%, del valore nominale delle garanzie residue, per tenere conto di eventuali azioni di mitigazione del rischio attuabili dalla Società*". Le passività correlate alla mancata prosecuzione di commesse ulteriori rispetto a quelle di cui già il Piano prevede la chiusura, sono pertanto stimate in euro 1.141,6 milioni. Infine, in considerazione delle passività correlate alla risoluzione contrattuale di commesse assunte non proseguibili già nel Piano di Concordato, nell'Attestazione si è "*considerato l'ammontare dei c.d. exit costs, già considerati nel Piano e stimati dalla Società in un importo pari a euro 525,0 milioni*".

[22] Maggiorato per tenere conto di uno *specific risk premium* che riflette fattori di rischio specifici connessi alla particolare instabilità di detto paese.

[23] In relazione alla formazione del tasso, Il Prof. Gatti afferma che: "*Considerando che Astaldi è una società con una significativa presenza internazionale, il cui rischio sistematico è influenzato da significativi cash flows non generati in Italia, si è scelto di utilizzare un coefficiente Beta global e un premio per il rischio internazionale, applicando tuttavia, in linea con le best practices operative, un tasso risk-free locale, per coerenza con le attese inflazionistiche e la valuta utilizzata*".

[24] Le passività legate all'escussione delle garanzie per il mancato o inesatto adempimento dell'appalto non avrebbero luogo per le commesse italiane poiché la dichiarazione di fallimento non rappresenta una condotta ascrivibile a colpa del debitore e non dà quindi luogo a risarcimento del danno. Lo stesso varrebbe nel caso di amministrazione straordinaria.

Sulla base delle considerazioni riportate nell'Attestazione, che si ritengono condivisibili, nello scenario liquidatorio possono stimarsi passività emergenti a fronte delle commesse per le quali non è prevista la prosecuzione per circa euro 1.665,6 milioni.

Flussi di cassa derivanti dalla cessione degli altri attivi disponibili

Gli altri attivi disponibili sono rappresentati da *assets* non funzionali alla continuità aziendale, per i quali si può prevedere la cessione anche nello scenario valutativo *pre-money*.

Nello specifico, si tratta dei seguenti *assets*:

- Concessioni
- Crediti Venezuela
- Immobile di Via G.V. Bona
- Altri *assets* liquidabili

Nello scenario liquidatorio si prevede la dismissione di 5 concessioni di proprietà di Astaldi e della controllata Astaldi Concessioni (Aeroporto di Santiago, Felix Bulnes, Etlik, GOI e Terzo Ponte sul Bosforo). Per alcune di tali concessioni sono necessari ulteriori investimenti per rendere gli *assets* più appetibili sul mercato, che possono sostenersi con l'impiego dei flussi di cassa derivanti dagli incassi dei claims. Quanto ai valori di presumibile realizzo, nell'Attestazione (ad eccezione di Felix Bulnes) si assumono valori pari a quelli stimati nella valutazione del professionista indipendente Dott. Sgaravato, alla data del 31.12.18.

Sulla base di quanto sopra, nell'Attestazione è stimato un valore di presumibile realizzo di dette concessioni, "*al netto del rimborso del debito nei confronti dei creditori turchi e del socio Ictas, dell'accantonamento per future equity injection e considerando i potenziali ulteriori attivi riferiti al terzo Punte sul Bosforo*", pari a euro 663,5 milioni.

I Crediti Venezuela si riferiscono a crediti vantati da Astaldi verso l'Istituto de Ferrocarriles del Estado Venezuelano.

In considerazione dell'incertezza circa la recuperabilità di detti crediti, essi sono stati oggetto di valutazione in un parere del Prof. Enrico Laghi, il quale ha individuato in "*un intervallo compreso tra il 44% e il 72% (valori arrotondati)*" il coefficiente di abbattimento del valore nominale di detti crediti. Sulla base di tale stima, a detti crediti può attribuirsi un valore di recupero compreso tra euro 121,2 milioni e euro 242,5 milioni. Tenendo conto dell'attuale situazione socioeconomica del Venezuela, si stima prudenzialmente un valore di presumibile realizzo di detti crediti per euro 121,2 milioni.

L'*asset* "Immobile di Via G.V. Bona" è di proprietà di Astaldi, sito in Roma, Via G.V. Bona n.65 (attuale sede della Società), ed è iscritto in contabilità per un valore di euro 22,9 milioni.

É stata redatta da Protos una perizia di stima volta ad individuare il valore di liquidazione di detto immobile, stimato in euro 16,4 milioni. Nell'Attestazione si è considerato, nell'ipotetico scenario di Amministrazione Straordinaria, un valore di

realizzo pari al valore contabile di euro 22,9. Ai fini che qui interessano, si stima un valore di presumibile realizzo dell'immobile pari a euro 22,9 milioni.

Infine, negli "altri *assets* liquidabili" devono considerarsi tutti i beni non più funzionali alla continuità delle commesse.

Nell'Attestazione, nello scenario dell'Amministrazione Straordinaria, si è "*ipotizzato di:*

- *non attribuire alcun valore di realizzo agli intangibles;*
- *attribuire un valore pari a quello risultante dalle perizie di stima, ove disponibili, agli assets materiali;*
- *assumere, per i cespiti residui, un valore di realizzo pari al valore netto contabile risultante dalla Situazione Patrimoniale al 28 settembre 2018, forfettariamente decurtato, in un'ottica prudenziale, di una percentuale pari al 40%*".

In relazione agli *assets* materiali, la Protos S.p.A. (in seguito anche "Protos"), è stata incaricata di effettuare una relazione tecnico-estimativa dei seguenti immobili al fine di rappresentare sia la stima del più probabile valore di mercato sia il valore di vendita in uno scenario liquidatorio, ovvero considerando tempi di vendita inferiori rispetto alle normali condizioni di mercato.

Sulla base del valore di vendita in uno scenario liquidatorio delle perizie Protos e di altre informazioni, nell'Attestazione il valore dell'attivo realizzabile, derivante dalla liquidazione degli assets non funzionali alla continuità aziendale, è stimato in circa euro 81,8 milioni.

Costi della procedura

I costi della procedura di Amministrazione Straordinaria sono stati stimati, nell'Attestazione, sulla base di quanto segue:

- costi di struttura: stimati sulla base dei costi annui della sede Italia assunti dal Piano di Concordato (che recepisce i costi del passato con i dovuti aggiustamenti per i risparmi realizzabili), assumendone un abbattimento forfettario del 90%, per un orizzonte temporale di quattro anni;
- compensi dei commissari straordinari: stimati sulla base dei criteri indicati nel Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 03.11.16;
- oneri di liquidazione del personale: stimati sulla base di una stima dei costi di liquidazione elaborata dalle strutture societarie, ed apportando alcune rettifiche.

Sulla base delle considerazioni riportate nell'Attestazione, che si ritengono condivisibili, possono stimarsi costi della procedura pari a circa euro 43,0 milioni.

Pagamento dei creditori concorsuali

Per la valutazione *pre-money* delle azioni Astaldi, al valore di liquidazione degli attivi nell'ambito di una procedura di Amministrazione Straordinaria, devono essere sottratte le passività relative ai creditori concorsuali.

Sulla base del Piano di Concordato, esse ammontano complessivamente a euro 3,6 miliardi (prededucibili, privilegiati e chirografari).

Conclusioni

Il prospetto dei flussi di cassa attesi da una eventuale procedura di Amministrazione Straordinaria di Astaldi è esposto nella tabella che segue[25]. Sono stati inoltre simulati due scenari di *stress test*, con la previsione di un ulteriore abbattimento forfettario del valore di estinzione delle passività per garanzie residue (60% e 80%, in luogo del 40%) per tenere conto delle azioni di mitigazione del rischio attuabili da Astaldi.

		Stress test 1		***Stress test 2***
Componente di flusso	**Importo (euro mln)**	**Importo (euro mln)**	**Importo (euro mln)**	**Importo (euro mln)**
Flussi da prosecuzione commesse e *claims*	377,2	377,2		377,2
Passività emergenti commesse non proseguite	- 1.665,6	- 760,4	-	380,2
Cessione altri attivi disponibili	889,3	889,3		889,3
Spese di procedura	- 43,0	- 43,0	-	43,0
Totale Attivo realizzabile	**- 442,1**	**463,1**		**843,3**
Passività concorsuali	- 3.598,0	- 3.598,0	-	3.598,0
Valore di mercato del capitale azionario	**- 4.040,1**	**- 3.134,9**	**-**	**2.754,7**

Il valore di mercato del capitale azionario di Astaldi, nella prospettiva *pre-money*, in una configurazione liquidatoria che assume la cessione del complesso aziendale per la prosecuzione delle commesse, è comunque largamente negativo (anche prescindendo dalle passività emergenti per l'interruzione delle commesse).

Il valore di mercato del titolo Astaldi nella prospettiva *pre-money* risulta pertanto ampiamente negativo e quindi, tenuto conto della responsabilità patrimoniale limitata degli azionisti, nullo. A ciò corrisponderebbe un prezzo di emissione parimenti nullo o al più, per evitare l'azzeramento delle azioni in circolazione, corrispondente al valore minimo di negoziazione previsto da Borsa Italiana (euro 0,0001).

Detto valore è determinato sostanzialmente dallo squilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria di Astaldi, che come affermato implica inevitabilmente il ricorso a una rilevante manovra di rafforzamento patrimoniale e di ristrutturazione dell'indebitamento, senza la quale le azioni non hanno valore.

In considerazione di quanto sopra, la ratio dell'art. 2441, 6° comma, Codice Civile, è per definizione soddisfatta per qualunque prezzo di emissione positivo, in quanto l'effetto diluitivo che gli attuali soci sopportano come effetto della esclusione del diritto di opzione non causerà loro alcuna perdita di valore delle azioni detenute, essendo il valore di mercato delle stesse nullo in una prospettiva *pre-money* (ossia in assenza della

[25] I flussi di cassa ritraibili dalle commesse per le quali si ipotizza la prosecuzione andrebbero attualizzati sulla base delle previste tempistiche di incasso, ma l'effetto non è determinante, risultando il flusso complessivo già ampiamente negativo.

manovra di rafforzamento patrimoniale prevista dalla Proposta di Concordato, rivelatasi l'unica concretamente perseguibile).

9.2 Valutazione pre-money con i metodi dei multipli di mercato

Per la stima del valore di mercato delle azioni, secondo quanto previsto dalla migliore prassi professionale e per tenere conto dell'andamento del mercato (ai sensi dell'art. 2441, c. 6, c.c.), si ritiene opportuno utilizzare anche il criterio dei multipli di mercato, con riferimento ai moltiplicatori espressi dai prezzi di borsa di società quotate comparabili dei principali mercati europei.

L'analisi è stata effettuata su due diversi campioni:

- il primo che include tutte le società del settore "*Construction & Engineering*" operanti nei principali mercati europei (Italia, Spagna, Francia, Germania e Gran Bretagna), come estratte dal database Thomson Reuters (in n. di 78);
- il secondo che include le 7 società comparabili presenti nella sezione *"Investors Relations – Astaldi in borsa"* del sito ufficiale di Astaldi, ossia: Hochtief, Vinci, Balfour Beatty, Ferrovial, ACS, FCC, Salini Impregilo[26].

In riferimento al primo campione, delle 78 aziende in prima fase estratte dal database *Thomson Reuters*, solamente 50 presentano un *core business* analogo ad Astaldi e, pertanto, sono state ritenute in possesso degli idonei requisiti di comparabilità. L'appendice A mostra la lista delle aziende ricavate dal database.

Nello scenario *pre-money*, tenendo conto della situazione di crisi di Astaldi e della redditività negativa della gestione corrente, l'applicazione dei multipli di maggiore razionalità e di più diffuso impiego (EV/EBITDA ed EV/EBIT) non restituisce risultati attendibili. Nelle situazioni *distressed* può tuttavia impiegarsi il multiplo EV/Sales, nel presupposto della correlazione tra valore e ricavi. Tuttavia, poiché la grandezza "Sales" non tiene conto della marginalità operativa, l'analisi è significativa solo se le imprese del campione sono comparabili anche per redditività, poiché le società ad alta redditività esprimono multipli significativamente maggiori di quelle a bassa redditività.

Tenuto conto che la redditività di Astaldi è attualmente negativa, sono state selezionate come comparabili solo le società a bassa redditività delle vendite, calcolata come rapporto tra *EBITDA* e *Sales Revenues*. In particolare, sono state considerate comparabili le società con una redditività delle vendite inferiore al 5% (inclusi i valori negativi) nell'ultimo bilancio disponibile, ottenendo un campione di 16 società. Per ognuna di tali società comparabili è stato derivato il multiplo *EV/Sales.* Data la tipologia d'imprese, il parametro *Sales* si riferisce ai "Ricavi totali".

L'ultima situazione contabile aggiornata di Astaldi è al 31 dicembre 2019 e riporta un "Ricavi totali" di euro 1,475 milioni, come rinvenibile dalla Nota informativa sulle informazioni contabili provvisorie resa disponibile in data 15 giugno 2020.

[26] Fonte: https://www.astaldi.com/it/investor-relations/astaldi-borsa

Assumendo tale multiplo una prospettiva *asset-side*, per giungere all'*Equity Value* è necessario sottrarre la "Posizione Finanziaria Netta". In prima approssimazione, essa può essere assunta nella misura di euro 2.302 milioni, come desumibile dal comunicato stampa del 30 Aprile 2020 ex art.114, D.Lgs. n. 58/1998 (TUF)

A ben vedere, nella Posizione Finanziaria Netta andrebbero tuttavia considerati anche i debiti chirografari "congelati" con la domanda di concordato, almeno per la quota eccedente l'indebitamento commerciale ordinariamente generabile con l'attività d'impresa. Poiché la situazione contabile è successiva di circa un anno rispetto alla domanda di concordato, può ragionevolmente assumersi che l'indebitamento commerciale ordinario sia interamente compreso nei debiti prededucibili e che l'intera massa dei creditori commerciali concordatari sia equiparabile alla posizione finanziaria netta, poiché eccedente l'indebitamento commerciale ordinariamente rigenerabile. In tal modo, la Posizione Finanziaria Netta sale a euro 3.598 milioni.

Il metodo è, pertanto, sintetizzato dalle seguenti formule di calcolo.

$$Equity\ Value\ _{Astaldi} = \left[\frac{EV}{Sales_{medio}}\ x\ Sales_{Astaldi}\right] - PFN_{Astaldi}$$

$$Prezzo\ Emissione\ _{Astaldi} = \frac{Equity\ Value\ _{Astaldi}}{numero\ di\ azioni}$$

Il multiplo medio del campione ristretto alle 16 società comparabili è pari a 0,96. L'*Enterprise Value* è, pertanto, pari a euro 1.415 milioni.

Tenendo conto del numero di azioni in circolazione (pari a 98.424.900), si ricava un valore unitario *pre-money* largamente negativo (per -€22,18), cui corrisponde un prezzo di emissione pari a zero, o al più, anche in questo caso, al prezzo minimo di negoziazione di euro 0,0001 per azione.

In aggiunta, a conferma del valore ottenuto, l'analisi è stata svolta anche tenendo conto della performance attesa nel primo anno del Piano di continuità, poiché l'esercizio 2019, così come anche l'esercizio 2018, sono scarsamente rappresentativi delle normali condizioni di gestione di Astaldi. In tal caso, è stato applicato sia il multiplo *EV/Sales* che il multiplo *EV/EBITDA,* riferiti al campione delle 16 aziende a bassa redditività (per il multiplo *EV/EBITDA* al netto di quelle con EBITDA negativo, riducendosi a 9 società).

Il multiplo medio *EV/EBITDA* è pari a 8,23, che applicato all'EBITDA di Astaldi del primo anno di piano, restituisce un Enterprise Value di euro 725 milioni.

Quale prova di resistenza del risultato, l'analisi è stata svolta anche con riferimento a tutti i *peers* menzionati da Astaldi (eccezion fatta per FCC che è stata delistata), ottenendo un multiplo *EV/Sales* di 1,03, un Enterprise Value di euro 1.521 milioni e, anche in questo caso, un valore unitario dell'azione negativo (pari a - € 21,10).

	Multiplo	Valore medio	Ricavi Totali / EBITDA	Enterprise Value	Passività concorsuali	Valore Economico	Numero azioni	Prezzo
Sales 2019 (Campione distressed da Thomson)	**EV/Sales**	0,96	1.475	1.415	3.598	(2.183)	98	**-22,18**
EBITDA piano (Campione distressed da Thomson)	**EV/EBITDA**	8,23	88	725	3.598	(2.873)	98	**-29,19**
Sales 2019 (Campione da sito Astaldi)	**EV/Sales**	1,03	1.475	1.521	3.598	(2.077)	98	**-21,10**
Sales piano (Campione distressed da Thomson)	**EV/Sales**	0,96	1.777	1.705	3.598	(1.893)	98	**-19,23**
			Valori in Euro/milioni					

Infine, poiché le aziende del settore sono appetibili soprattutto per il loro portafoglio ordini, è stata svolta un'analisi ad hoc costruendo multipli sul "backlog"[27]

Il multiplo *EV/Backlog,* per tutti i *peers* menzionati da Astaldi, è di 0,26, che applicato al backlog di Astaldi al 31.12.2019 (di euro 6.600 milioni) conduce a un Enterprise Value di euro 1.689 e, di conseguenza, a un valore unitario dell'azione negativo (pari a € -19,39)[28].

	Multiplo	Valore medio	Backlog	Enterprise Value	Passività concorsuali	Valore Economico	Numero azioni	Prezzo
Backlog Astaldi al 31.12.2019	**EV/Backlog**	0,26	6.600	1.689	3.598	-1.909	98	**-19,39**
Backlog Astaldi al 31.03.2020	**EV/Backlog**	0,26	6.756	1.729	3.598	-1.869	98	**-18,99**
			Valori in Euro/milioni					

10. La congruità del prezzo di emissione tenendo conto dell'andamento delle quotazioni

L'"*andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*" (ex art. 2441 c.c.), come detto, deve essere considerato nel processo decisionale in maniera flessibile e senza alcun automatismo, valutandone la significatività, a seconda delle caratteristiche del titolo. Di seguito sono riportati, per completezza, i grafici relativi agli andamenti delle quotazioni del titolo Astaldi nell'ultimo biennio e nell'ultimo semestre.

[27] Il "backlog" è il portafoglio ordini da eseguire e indica il fatturato futuro già coperto da contratti.
[28] Con il valore aggiornato del backlog al 31.03.2021 (di euro 6.756,1 milioni), i risultati sarebbero analoghi: un Enteprise Value di euro 1.729 milioni e un valore dell'azione negativo per € - 18,99.

10.1 Analisi dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo biennio

Il Grafico relativo alle quotazioni dell'ultimo biennio mostra una graduale diminuzione del valore del titolo nei primi nove mesi del 2018, conclusosi con il *downgrade* da parte delle principali agenzie di *rating,* come indicato nella tabella sottostante.

	Long-Term Rating	Outlook	Data aggiornamento	Ratings Action
S&P Global Rating	D	--	02-ott-18	Downgrade
	CCC-	Developing	03-set-18	Downgrade
	CCC	Developing	22-mag-18	Downgrade
Moody's	Withdrawn	Withdrawn	09-gen-20	Withdrawn
	Ca	Negative	04-gen-19	Downgrade
	Caa2	Negative	10-set-18	Downgrade
Fitch Ratings	RD	--	01-feb-19	Downgrade and Whitdrawn
	C	--	01-ott-18	Downgrade
	CCC-	Rating Watch Evolving	07-set-18	Downgrade

Tale andamento si è protratto nel periodo delle trattative per il rafforzamento patrimoniale in bonis, per poi mantenersi su valori inferiori a euro 0,80 dalla domanda di concordato in poi, con lunghi periodi di permanenza nell'intorno di euro 0,60. Il prezzo più alto del biennio analizzato è stato registrato il 15 Giugno 2018 per un valore pari a euro 2,216, mentre il prezzo più basso è stato riscontrato in data 16 Marzo 2020 per un valore di euro 0,30 (con il crollo dei mercati durante la crisi pandemica).

High	2,216	15-Jun-18
Low	0,300	16-Mar-20
Avg	0,762	

Le statistiche relative ai volumi giornalieri di azioni scambiate nell'ultimo biennio mostrano un massimo di circa 13 milioni in data 14 Febbraio 2019 e un minimo di 27,5 mila in data 9 Ottobre 2019.

High	13,03	14-Feb-19
Low	0,028	9-Oct-19
Avg	0,973	

(valori in Euro/milioni)

10.2 Analisi dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre

Da un'analisi delle quotazioni degli ultimi 6 mesi (periodo 15.12.2019 – 15.06.2020), come richiesto dal codice civile, si nota un andamento sostanzialmente in linea con l'indice FTSE MIB, salvo per l'ultimo mese.

Nell'ultimo semestre si riscontra un prezzo medio di euro 0,501, influenzato dal brusco calo a metà marzo per effetto dell'emergenza sanitaria, poi interamente compensato dalla ripresa del valore del titolo nei primi giorni di Aprile. Il prezzo più alto del semestre è stato registrato il 14 Aprile 2020per un valore pari a euro 0,640, mentre il prezzo più basso in data 16 Marzo 2020 per un valore di euro 0,30.

High	0,640	14-Apr-20
Low	0,300	16-Mar-20
Avg	0,501	

Le statistiche relative ai volumi giornalieri di azioni scambiate nell'ultimo semestre registrano un massimo pari a circa 4,45 milioni in data 14 Aprile 2020 e un minimo di 48,8 mila transazioni in data 18 Dicembre 2019.

High	4,450	14-Apr-20
Low	0,049	18-Dec-19
Avg	0,417	

(valori in Euro/milioni)

In data 08 Aprile 2020, la Commissione Europea ha approvato l'acquisizione del controllo di Astaldi da parte di Salini Impregilo[29]. Nella stessa data, è stato anche espresso il parere favorevole dei creditori alla proposta concordataria[30]. In tale periodo il titolo si è apprezzato, recuperando integralmente la diminuzione di metà marzo, influenzata dall'emergenza Covid, e riportandosi su livelli prossimi a quelli dell'intero semestre. A seguito del comunicato del 09 Aprile 2020[31], il titolo Astaldi ha fatto registrare un forte rialzo nella settimana successiva (08 Aprile-16 Aprile), tornando su livelli poco sotto euro 0,60.

[29] https://ec.europa.eu/italy/news/20200408_CE_autorizza_acquisizione_di_Astaldi_da_parte_di_Salini_Impregilo.it (Comunicato Commissione Europea, "La Commissione autorizza l'acquisizione del controllo esclusivo di Astaldi da parte di Salini Impregilo", 8 Aprile 2020).

[30] https://www.astaldi.com/it/comunicati-stampa/astaldi-proposta-concordataria-votata-si-con-il-5832-dei-voti (Comunicato Stampa, "Astaldi: proposta concordataria votata sì con il 58,32% del voti superata la maggioranza necessaria per l'approvazione", Roma 9 Aprile 2020)

[31] https://www.teleborsa.it/News/2020/04/09/astaldi-e-salini-impregilo-in-denaro-dopo-via-libera-acquisizione-da-ue-41.html#.XrgNP2gzY2x (Comunicato sito Teleborsa, "Astaldi e Salini Impregilo in denaro dopo via libera acquisizione da UE", 9 Aprile 2020)

Exchange Date	Close	Net	%Chg
16-apr-20	0,577	0,007	1,23%
15-apr-20	0,57	0,01	1,79%
14-apr-20	0,56	0,031	5,86%
09-apr-20	0,529	0,11	26,25%
08-apr-20	0,419		

Le quotazioni intorno a 0,5/0,6 euro per azione mantenute in media nel semestre (così come nell'ultimo biennio, dalla domanda di concordato in poi) scontano il presumibile positivo evolversi dell'operazione di ricapitalizzazione di Salini Impregilo, senza la quale il titolo sarebbe verosimilmente soggetto a rilevanti deprezzamenti.

Il *bid-ask spread*[32] medio del titolo Astaldi negli ultimi 3 mesi è molto maggiore (di oltre 11 volte) del bid-ask spread medio di mercato (FTSE MIB).

Bid -Ask Spread Analysis	Astaldi	FTSE MIB
Media 3 mesi	1,12%	0,10%

Inoltre, la media dei volumi giornalieri degli scambi negli ultimi 6 mesi è notevolmente inferiore rispetto ai 2 anni precedenti.

AST.MI Price History Daily (dati in Euro/milioni)	
Volume e scambi (numero)	
15-Dec-2017 - 15-Dec-2019	1,140
15-Dec-2019 - 15-Jun-2020	0,417

Ciò denota una scarsa liquidità del mercato, che si riflette in una ridotta significatività dei prezzi.

A giudizio dello scrivente, le quotazioni (medie o puntuali) espresse dal titolo Astaldi nell'ultimo semestre non possono direttamente impiegarsi nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni per le seguenti motivazioni:

- il prezzo delle azioni Astaldi è influenzato dalle attese di successo dell'operazione di aumento di capitale. Si fa presente che anche in contesti similari verificatisi in passato (tra i quali i già richiamati casi Seat, Trevifin

[32] Il *bid-ask spread* è la differenza tra il prezzo bid "denaro" e il prezzo ask "lettera" praticato da un dealer. Se lo spread è alto significa che il titolo è poco liquido, cioè ci sono meno persone che sono interessate a comprare o vendere quell'azione.

e Stefanel[33]), nei quali il patrimonio netto era negativo, le azioni quotavano a valori molto superiori, non espressivi del valore reale dei titoli;

- il prezzo delle azioni Astaldi si forma sulla base di *bid-ask spread* alti e molto più elevati di quelli registrati mediamente nel listino FTSE MIB;
- il mercato delle azioni Astaldi è caratterizzato da volumi di scambi notevolmente inferiori rispetto al passato;
- i prezzi di mercato scontano anche l'assenza di informazioni contabili complete aggiornate (l'ultimo bilancio approvato è al 31.12.2017).

In sintesi, l'andamento del titolo esprime prezzi non rappresentativi del valore economico o del valore di mercato delle azioni, sia per la scarsa significatività dei prezzi espressi da un mercato poco liquido, sia soprattutto perché tali prezzi incorporano già parte degli effetti dell'Operazione, scontando in tal modo la creazione di valore ascrivibile all'apporto dei nuovi soci. Di essa non può tuttavia tenersi conto nella determinazione del prezzo di emissione, per non trasferire irragionevolmente dai nuovi ai vecchi soci i benefici della ricapitalizzazione e del risanamento.

10.3 Andamento delle quotazioni e informazioni prospettiche post-money: analisi con il metodo DCF

Come detto, tenuto conto dei profili giuridici ed economico-aziendali che determinano il contesto del parere, si ritiene opportuno apprezzare la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni sulla base di metodi valutativi (DCF e multipli) applicati in una prospettiva pre-money.

L'applicazione dei medesimi metodi in una prospettiva post-money può tuttavia essere utile al fine di comprendere le determinanti dei prezzi di borsa e di valutare in che misura il prezzo di emissione determinato dall'Offerta Salini riconosca agli azionisti esistenti parte della creazione di valore ascrivibile all'Operazione e al complessivo processo di risanamento.

Il valore economico del capitale (o il valore di mercato) nella prospettiva *post-money* stima il valore atteso di Astaldi all'esito dell'Operazione, ossia al termine dell'aumento di capitale e della procedura di Concordato Preventivo. Il valore in tale prospettiva è stimato nel presupposto della continuità aziendale, essendo il Piano di Concordato strutturato per garantire il proseguimento dell'attività d'impresa.

Il valore post-money di Astaldi dipende soprattutto dai flussi economico-finanziari che l'azienda sarà in grado di generare, sulla base del Piano di continuità del Concordato.

A tal fine, lo scrivente ritiene preferibile applicare il metodo finanziario DCF, nella prospettiva asset-side, secondo la seguente formula valutativa34.

[33] Per casi meno recenti, ma parimenti significativi, può farsi riferimento ad Alitalia Linee Aeree Italiane, Parmalat Finanziaria, It Holding, Arquati, Premuda e altri.
[34] PFN: Posizione Finanziaria Netta; SA: Surplus Assets; i: Wacc

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n} \quad PFN + SA$$

Nel caso di specie, occorre considerare che Astaldi è soggetta ad un rilevante processo di turnaround, che le consentirà presumibilmente di raggiungere, grazie anche all'inserimento nel gruppo di Salini Impregilo, una redditività molto superiore a quella corrente e del recente passato.

Per una valutazione in prospettiva post-money può farsi riferimento alle previsioni del Piano concordatario che prevede, post-operazione, che Astaldi generi a livello consolidato ricavi pari a circa euro 2,3 miliardi annui e un EBITDA pari a circa 130-140 milioni annui, e che post-esdebitazione presenti debiti finanziari di circa euro 200 milioni, costituiti dalle linee di credito bancario Revolving Credit Facility, con una PFN attiva.

L'orizzonte di previsione analitica riguarda, nel Piano concordatario, il periodo 2020-2023.

Per quanto riguarda la stima dei flussi successivi all'orizzonte di previsione analitica si è ritenuto di effettuare una previsione stazionaria (c.d. "steady state") di durata infinita, secondo il modello della rendita perpetua, in cui i flussi di cassa si allineino ai flussi di reddito medi del periodo di previsione analitica.

Pertanto, il valore economico di Astaldi in prospettiva post-money, stimato con il metodo finanziario, è pari alla somma tra:

- valore attuale al costo medio ponderato del capitale (Wacc), dei flussi di cassa netti (*after-tax*) per il periodo 2020-2023;
- *Terminal Value*, stimato sulla base dell'attualizzazione al costo medio ponderato del capitale (Wacc) del flusso di cassa netto (*after-tax*) stabilmente producibile in uno scenario "a regime" (*steady state*) dal 2024.

Si espongono di seguito i procedimenti di stima dei singoli parametri.

La stima dei flussi di cassa

Il Piano di continuità si basa su un Piano Industriale:

- sviluppato sulla base dei singoli budget delle commesse operative, integrati con i piani futuri di sviluppo dei paesi in cui Astaldi intende operare nei prossimi esercizi; il Piano Industriale è stato dunque costruito con una logica *bottom-up*, ovvero tramite l'aggregazione dei budget di commessa redatti localmente con riferimento a ciascun progetto, per tutte le iniziative ad oggi presenti nel portafoglio ordini della Società;
- riferito ad un perimetro che comprende, oltre alle commesse gestite direttamente, anche i Consorzi, le Joint Operation (ferma l'autonomia organizzativa e finanziaria di dette entità associative) e le commesse gestite tramite succursali all'estero;

- tiene conto delle azioni operative programmate e delle assunzioni in ordine alle principali variabili rilevanti per la gestione della Società, in funzione delle conoscenze e delle evidenze di fonti interne ed esterne disponibili allo stato attuale.

Nel Piano concordatario, i flussi di cassa netti sono articolati in 3 componenti:

- flussi di cassa delle commesse;
- *cost savings*;
- incasso da *claims*.

I flussi di cassa delle commesse sono stimati considerando i budget delle commesse operative, integrati con i piani di sviluppo per le nuove commesse e con i costi di struttura.

I flussi di cassa dai *cost savings* sono stimati sulla base delle azioni di risparmio (revisione policy aziendali, efficienze organizzative, taglio costi non produttivi).

I "*claims*" sono stimati sulla base del Piano concordatario, e sono relativi ai c.d. "*claims puri*", ossia tutte le pretese di Astaldi e delle sue partecipate facenti parte del perimetro del Piano al netto di quelle attivate per varianti in corso d'opera di lavori richiesti dal cliente, ma non ancora contrattualizzate e per la disapplicazione delle penali.

Inoltre, occorre considerare i flussi di cassa del Piano concordatario non relativi all'attività strettamente operativa, ma agli asset inclusi nel Patrimonio Destinato da liquidare:

- rimborso investimenti effettuati in concessioni: si riferiscono a pagamenti a favore del perimetro della continuità per il rimborso degli *equity commitment* versati dal perimetro della continuità sotto forma di anticipi di liquidazione a favore del Patrimonio Destinato, a valere sulle concessioni in quest'ultimo confluite nel periodo antecedente l'ipotizzata cessione del Terzo Ponte sul Bosforo;
- Incasso canone di service netto da compendio liquidatorio: incassi generati in forza del contratto di service per i costi di funzionamento che il Patrimonio Destinato dovrà pagare nei confronti della continuità;
- Offset investimenti ulteriori post-vendita: riferibili a investimenti sulle concessioni segregate nel Patrimonio Destinato di cui si farà carico direttamente il Patrimonio Destinato tra il 2021 e il 2022.

Sulla base di quanto sopra, i flussi di cassa netti per il periodo di previsione analitica sono i seguenti:

Importi in €/milioni	*2020 F*	*2021 F*	*2022 F*	*2023 F*
Flusso delle commesse	- 74	123	18	45
Cost savings	4	11	15	15
Incasso claim	90	88	93	22
Flusso di cassa - primo livello	***21***	***222***	***126***	***83***
Rimborso investimenti effettuati in concessioni	57	-	-	-
Canone di service netto da compendio liquidatorio	2	2	2	2
Offset investimenti ulteriori post vendita	-	14	4	-
Flusso di cassa - secondo livello	***59***	***16***	***6***	***2***

Nel periodo di *steady state*, può considerarsi un flusso di cassa ricostruito come differenza tra i ricavi e i costi medi del periodo 2020-2023, e stimando le imposte con la stessa incidenza del Piano concordatario, tenendo conto delle diverse aliquote e delle diverse obbligazioni fiscali dei paesi in cui Astaldi opera (pari a circa il 50%-55%).

Nello stato stazionario inoltre; (i) le variazioni del capitale circolante netto sono nulle, nel presupposto che se si stabilizzano ricavi e costi non è ragionevole assumere aumenti o riduzioni perpetue del capitale circolante netto; (ii) la Società sosterrà nuovi investimenti per un valore pari agli ammortamenti.

Importi in €/milioni	*2020 F*	*2021 F*	*2022 F*	*2023 F*	*Steady State*
Ricavi	2.232	2.303	2.326	2.349	2.303
Costi	- 2.103	- 2.153	- 2.175	- 2.197	- 2.157
EBITDA	**129**	**150**	**151**	**153**	**146**
Cost savings	4	11	15	15	11
EBITDA Adj	**133**	**161**	**166**	**168**	**157**
Ammortamenti e accantonamenti	- 34	- 31	- 31	- 31	- 32
EBIT	**99**	**130**	**135**	**137**	**125**
Imposte sul reddito					- 65
NOPAT					***60***
Ammortamenti (minus)					32
Var.ne CCN operativo e fondi					-
Capex					- 32
Flusso di cassa operativo					**60**

La stima del costo medio ponderato del capitale

L'applicazione del metodo finanziario nella versione "asset side" comporta la stima del costo medio ponderato del capitale (wacc), al fine del riporto a valore attuale dei flussi finanziari stimati[35].

In formula si ha:

$$WACC = \frac{E}{D+E}k_e + \frac{D}{D+E}k_d(1-t)$$

[35] E: Market value of equity; D: Market value of debt; r_e: cost of equity; r_d: cost of debt; t: tax rate.

La stima del costo medio ponderato del capitale richiede, dunque, la stima di due componenti:

1. il costo del capitale di rischio;
2. il costo medio dei debiti finanziari.

Per la stima del costo (o tasso equo di redditività) del capitale di rischio vi sono metodi che utilizzano informazioni di mercato, quali il Capital Asset Pricing Model.

Gli elementi che compongono il costo del capitale di rischio, secondo il "modello CAPM", possono essere così individuati:

- tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso puro);
- premio al rischio di mercato;
- premio al rischio di settore e d'azienda, ottenuto tramite il parametro β.

La formula per la costruzione del tasso è, in sintesi, la seguente:

$$i_{PN} = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

dove:

r_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

r_m = rendimento medio del mercato azionario;

β = indice della volatilità, e quindi della rischiosità, di un titolo o di un portafoglio di titoli dello stesso settore.

Il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio è fatto pari alla media dei rendimenti dei titoli di Stato aventi durata residua di lungo termine (10 anni), dei paesi in cui Astaldi detiene commesse, ponderata in base all'incidenza del fatturato dei singoli paesi sul totale (in termini di Backlog al 31.12.18).

risk-free (10Y)[36]	
Italia	1,78%
AAA-rated euro area bonds	-0,41%
All bonds Euro area	0,48%
USA - Treasuries	0,64%
Cile	3,20%
Turchia	12,00%

[36] MEF, BCE, Damodaran.

Suddivisione Backlog al 31.12.18		
Italia	3,50	45%
Nord Europa	1,90	25%
Turchia	0,30	4%
Nord America	0,20	3%
Cile	1,40	18%
Altri Paesi	0,40	5%
TOTALE	7,70	

Come riferimento per il tasso privo di rischio è stato quindi considerato l'1,80%.

Il premio al rischio di mercato è stimato da numerosi studi sulla base di osservazioni, su periodi molto lunghi (10-30 anni), dei rendimenti azionari eccedenti il rendimento dei titoli di Stato.

Per i mercati finanziari maturi tale premio al rischio è stimato in una misura pari al 6,01% (Fonte: Damodaran, Aprile 2020).

Il premio al rischio di settore può essere stimato in funzione dell'indice β delle società europee comparabili, in considerazione del fatto che Astaldi è una società con una significativa presenza internazionale, il cui rischio sistematico è influenzato da significativi *cash flows* non generati in Italia, e appare quindi ragionevole utilizzare un coefficiente Beta medio di società *comparables* internazionali[37].

Company	Country	Unlevered beta
Salini Impregilo	Italy	0,46
Ferrovial	Spain	0,27
Vinci	France	0,39
Hochtief	Germany	0,32
Balfour	UK	0,33
ACS	Spain	0,51
AVERAGE		**0,38**

L'*unlevered beta* medio è pari a 0,38. La struttura finanziaria del Piano Concordatario post-esdebitazione prevede liquidità superiore ai debiti finanziari. Si considera quindi un valore del *beta levered* pari al *beta unlevered*[38].

In considerazione del fatto che oggetto di stima è una società attualmente in Concordato Preventivo, il cui piano di risanamento è subordinato all'offerta di un investitore, si è ritenuto di maggiorare il tasso di un premio al rischio specifico nella misura del 3%, a titolo di *execution risk*.

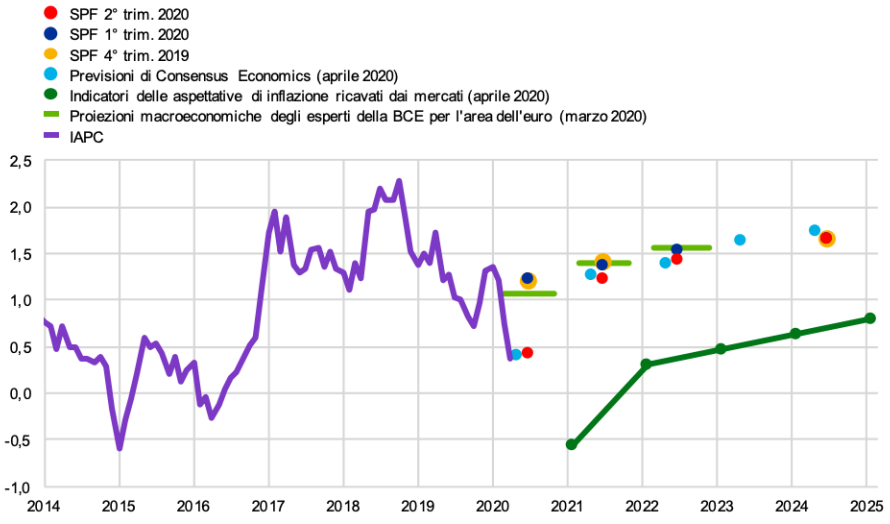
[37] Fonte: società ritenute comparabili dal sito Astaldi.

[38] Il beta *levered* di Astaldi alla data del 25.05.20 è pari a 1,45; tuttavia, non viene utilizzato detto valore essendo influenzato dallo stato di *distress* finanziario della Società.

Infine, in considerazione del fatto che la proiezione stazionaria è da intendersi costante in termini reali (e quindi crescente in termini inflattivi), si è assunto un tasso di crescita nominale costante del flusso stabilizzato nella misura del tasso d'inflazione attesa di lungo periodo in Europa[39], pari all'1,7%[40].

Indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro di marzo 2020 e Consensus Economics (14 aprile 2020).
Note: l'indagine SPF relativa al secondo trimestre del 2020 è stata condotta tra il 31 marzo e il 7 aprile 2020. La curva delle aspettative di inflazione desumibile dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 29 aprile 2020.

Il costo del capitale di rischio after-tax risulta pari al 7,08%, così composto:

Costo del capitale di rischio (Ke)	
Tasso "risk free"	1,80%
Market risk premium	6,01%
Unevered beta settore	0,38
Re-Levered Beta	0,38
Costo del capitale di rischio (Ke) mercato	4,08%
Premio al rischio attuazione Piano di Concordato	3,00%
Costo del capitale di rischio (Ke)	**7,08%**

[39] L'Europa rappresenta circa il 70% del volume d'affari della Società, e si sono quindi considerate le aspettative di crescita europea.
[40] Aspettative di inflazione a lungo termine, previsori professionali e previsioni di Consensus Economics - Survey of Professional Forecasters SPF BCE Bollettino economico, numero 3 / 2020. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2020/bol-eco-3-2020/bolleco-BCE-3-2020.pdf

Il Piano di Concordato prevede una struttura finanziaria post-esdebitazione con una posizione finanziaria netta attiva (valori contabili attesi al 31.12.20, post-omologa):

Patrimonio Netto	**1.999**
PFN	**- 421**
Cassa	- 621
Nuova finanza e RCF	200

Il costo medio ponderato del capitale (Wacc) è quindi pari al costo del capitale di rischio (ke) del 7,08%.

Il Terminal Value

Il Terminal Value è ottenuto con il metodo della rendita perpetua, attualizzando al Wacc il flusso di cassa a regime (crescente per l'inflazione attesa di lungo periodo), stimati come media dei redditi previsti nel periodo 2020-2023 (cfr. *supra*). In formula:

$$Vn = \frac{CF}{Wacc - g}$$

con:

Vn = Valore finale all'anno n;

CF = Flusso stabilizzato;

g = Tasso di crescita inflattivo dei flussi di cassa.

Importi in €/milioni	*2020 F*	*2021 F*	*2022 F*	*2023 F*	*Steady State*
Flusso delle commesse	- 74	123	18	45	
Cost savings	4	11	15	15	
Incasso claim	90	88	93	22	
Flusso di cassa - primo livello	***21***	***222***	***126***	***83***	
Rimborso investimenti effettuati in concessioni	57	-	-	-	
Canone di service netto da compendio liquidatorio	2	2	2	2	
Offset investimenti ulteriori post vendita	-	14	4	-	
Flusso di cassa - secondo livello	***59***	***16***	***6***	***2***	
Flussi di cassa totali	***80***	***238***	***132***	***85***	***60***
Periodo attualizzazione (31.12.19)	1	2	3	4	5
Val. attuale flussi di cassa	75	208	107	64	
Terminal Value attualizzato					788
Enterprise Value	**1.242**				

La stima del valore economico della Società in ipotesi post-money

Il modello valutativo conduce a una stima dell'Enterprise Value di Astaldi al 31.12.19[41], in una prospettiva post-money, di circa euro 1.242 milioni.

All'Enterprise Value deve essere sommata algebricamente la PFN.

Alla data di riferimento del 31 dicembre 2019, il Piano concordatario prevedeva una posizione finanziaria netta consolidata attiva di euro 306,7 milioni così composta:

- euro 59,4 milioni in Debiti finanziari per nuova finanza e linee di credito Revolving Credit Facility;
- euro 366,2,1 milioni in Disponibilità liquide.

Inoltre, occorre considerare, sulla base del Piano di Concordato:

- rischio escussioni per euro 44 milioni, passività potenziale relativa al rischio di eventuali azioni da parte di creditori concordatari di Astaldi residenti in paesi esteri che non riconoscono la procedura concordataria, i c.d. "Paesi a Rischio";
- aumento di capitale Salini Impregilo per euro 225 milioni;
- pagamento creditori prededucibili e privilegiati per euro 165 milioni: il pagamento è previsto dalla Proposta di concordato, ma non è compreso nella stima dei flussi della continuità e deve quindi essere sottratto per la stima dell'Equity Value.

Sulla base del procedimento illustrato, si ottiene un *Equity Value* di Astaldi S.p.A., sulla base del Piano di Concordato e nella prospettiva *post-money*, di euro 1.565 milioni.

Importi in €/milioni	*2020 F*	*2021 F*	*2022 F*	*2023 F*	*Steady State*
Flussi di cassa totali	***80***	***238***	***132***	***85***	***60***

Periodo attualizzazione (31.12.19)	1	2	3	4	5
Val. attuale flussi di cassa	75	208	107	64	
Terminal Value attualizzato					788
Enterprise Value	**1.242**				
Posizione Finanziaria Netta (31.12.19)	307				
Rischio escussioni	- 44				
Aumento di capitale Salini Impregilo	225				
Pagamento prededuzione e privilegiati	- 165				
Equity Value Astaldi (euro mln) - (post-money)	**1.565**				

In considerazione del numero totale delle azioni post-aumento, pari a 1.505.061.701, può quindi stimarsi un valore di mercato del titolo Astaldi nella prospettiva *post-money* pari a circa euro 1,04.

[41] La data di riferimento del 31.12.19 è la data di prevista omologa secondo il Piano di concordato. Il processo ha avuto dei ritardi e l'omologa interverrà in una data successiva. Ai fini del presente parere, può assumersi che le assunzioni del Piano continuino ad avere validità, verificandosi con uno slittamento temporale di circa 6/12 mesi, che è sostanzialmente irrilevante nel contesto della stima, per il quale il valore post-money è solo un'informazione di completamento, ma non un elemento informativo sul quale basare la determinazione del prezzo di emissione.

Equity Value Astaldi (euro mln) - (post-money)	**1.565**	a
Numero azioni post-aumento (mln)	1.505	b
Prezzo per azione (euro)	**1,04**	c=a/b

Tale procedimento valutativo conferma che il risanamento attivato dall'Operazione potrà permettere agli attuali azionisti un aumento significativo del valore delle partecipazioni rispetto alle quotazioni attuali[42].

Quindi, l'effetto diluitivo sulla quota di partecipazione che gli attuali azionisti subiranno come conseguenza dell'esclusione del diritto di opzione non dovrebbe ragionevolmente comportare, per gli stessi, una perdita di valore delle azioni detenute. Al contrario, la conservazione da parte degli attuali azionisti di una frazione del capitale sociale rappresenta un'opportunità di incremento del valore della partecipazione rispetto al valore teorico *pre-money*, atteso l'attuale stato di crisi della Società, il patrimonio netto contabile largamente negativo e l'attuale prezzo delle azioni, che sconta solo in parte le prospettive di creazione di valore dell'Operazione.

10.4 Andamento delle quotazioni e informazioni prospettiche post-money: analisi con il metodo dei multipli di mercato

Per l'analisi basata sui multipli di mercato secondo una prospettiva *post-money*[43], che tiene conto della ricapitalizzazione e delle aspettative di risultato ottenibili con l'Operazione, è stato utilizzato il multiplo *EV/EBITDA*, dato dal rapporto tra il valore del Capitale Investito Operativo Netto (*Enterprise Value* o *EV*) ed il margine operativo lordo (*EBITDA*), tra i più diffusi per la valutazione delle aziende.

Per ognuna delle società comparabili del primo campione (in numero di 50) è stato rilevato il multiplo *EV/EBITDA* sulla base dei prezzi di borsa al 3 Maggio 2020. Il multiplo medio è stato applicato all'EBITDA atteso di Astaldi sulla base del Piano di Concordato, secondo tre ipotesi distinte: (i) EBITDA del primo anno di piano; (ii) EBITDA medio dei 5 anni di piano; (iii) EBITDA del quinto, e ultimo, anno di piano. La proiezione delle principali grandezze economico-finanziarie del Piano Concordatario (dati in €/milioni) è di seguito riportata.

[42] Pari a euro 0,49 alla data del 15.06.20.

[43] Tale analisi, come detto, è funzionale alla comprensione delle determinanti dei prezzi di borsa, ma non costituisce un riferimento per la valutazione di congruità del prezzo di emissione, poiché sconta gli effetti dell'Operazione.

Valori in Euro/milioni	2019	2020	2021	2022	2023
RICAVI	1.777	2.232	2.303	2.326	2.349
EBITDA	88	129	150	151	153
EBIT	70	99	130	135	137
CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO	1.017	979	841	769	741
CAPITALE INVESTITO NETTO	2.286	1.578	1.391	1.316	1.288
PATRIMONIO NETTO	(1.002)	1.999	2.051	2.100	2.150
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	(307)	(421)	(660)	(785)	(863)

Assumendo il multiplo *EV/EBITDA* una prospettiva *asset-side*, per giungere all'*Equity Value* è stata dedotta la PFN, nella misura attesa alla data di omologa.

$$Equity\ Value\ _{Astaldi} = \left[\frac{EV}{EBITDA_{medio}}\ x\ EBITDA_{Astaldi}\right] - PFN_{Astaldi}$$

$$Valore\ Unitario\ _{Astaldi} = \frac{Equity\ Value\ _{Astaldi}}{numero\ di\ azioni}$$

Il primo campione, originariamente di 50 aziende, è stato ridotto eliminando 3 aziende con multiplo negativo, 18 aziende con dati *outliers* e 2 aziende con dati incompleti. Gli *outliers* sono stati eliminati considerando gli scostamenti maggiori del +50% e -50% rispetto al valore medio del multiplo di riferimento. Così facendo, il campione finale di società comparabili è rappresentato da 27 aziende con un valore medio del multiplo *EV/EBITDA* pari a 6,04.

I prezzi per azione che si determinano sono di € 0,557, € 0,742 e € 0,817, rispettivamente per le ipotesi di EBITDA del primo, medio e dell'ultimo anno di Piano.

L'analisi è stata svolta anche per il secondo campione, relativo alle 7 aziende comparabili richiamate dal sito di Astaldi. Da esso sono state eliminate 4 società: FCC perché i dati non sono disponibili, Ferrovial perché ha registrato un valore anomalo del multiplo (pari circa a 178x) e, in aggiunta, Balfour Beatty e Hochtief, considerate *outliers* (con valori al di fuori del range +/-50% rispetto al valore medio del multiplo).

Il campione finale di società comparabili è composto da 3 aziende (Vinci, ACS Actividades de Construccion y Servicios e Salini Impregilo) con un valore medio del multiplo è pari a 5,56.

I prezzi per azione che si determinano sono di € 0,529, € 0,699 e € 0,768, rispettivamente per le ipotesi di EBITDA del primo, medio e ultimo anno del Piano.

	Scenario	Multiplo di riferimento	EV/EBITDA medio	EBITDA 2019	PFN 2019	Valore Economico	Numero Azioni	Prezzo
Campione da Thomson Reuters	EBITDA 2019	EV/EBITDA	6,04	88	(307)	838	1,505	0,557
	EBITDA 2019-2023	EV/EBITDA	6,04	134	(307)	1.117	1,505	0,742
	EBITDA 2023	EV/EBITDA	6,04	153	(307)	1.229	1,505	0,817
Campione da sito Astaldi	EBITDA 2019	EV/EBITDA	5,56	88	(307)	796	1,505	0,529
	EBITDA 2019-2023	EV/EBITDA	5,56	134	(307)	1.052	1,505	0,699
	EBITDA 2023	EV/EBITDA	5,56	153	(307)	1.155	1,505	0,768
				Valori in Euro/milioni				

Possono pertanto trarsi le seguenti indicazioni di sintesi:

- il valore medio dei prezzi di emissione ottenuti nell'ipotesi 2), EBITDA medio dei cinque anni di piano, è pari a €0,7207 (media tra € 0,742 e € 0,699);
- il valore medio dei prezzi di emissione ottenuti nell'ipotesi 1), EBITDA al primo anno di piano, è pari a € 0,543 (media tra € 0,557 e € 0,529).

Il prezzo di chiusura medio di borsa dell'azione Astaldi nell'ultimo mese di riferimento (15.05.2020–15.06.2020) è pari a € 0,491. Ciò dimostra che le quotazioni del titolo scontano il successo dell'Operazione e il successivo risanamento, almeno nei limiti dell'EBITDA previsto per il primo anno del Piano.

Risulta altresì confermato che la diluizione della quota di partecipazione per effetto dell'Aumento di Capitale non dovrebbe ragionevolmente comportare alcuna perdita di valore per gli azionisti esistenti, rappresentando al contrario per essi una significativa opportunità di incremento del valore della partecipazione, se i risultati futuri seguiranno un'evoluzione analoga a quella prevista dal Piano di Concordato.

Exchange Date	Close	Exchange Date	Close
15-Jun-20	0,493	29-May-20	0,473
12-Jun-20	0,487	28-May-20	0,486
11-Jun-20	0,494	27-May-20	0,457
10-Jun-20	0,508	26-May-20	0,460
9-Jun-20	0,517	25-May-20	0,463
8-Jun-20	0,514	22-May-20	0,459
5-Jun-20	0,525	21-May-20	0,461
4-Jun-20	0,526	20-May-20	0,489
3-Jun-20	0,490	19-May-20	0,496
2-Jun-20	0,480	18-May-20	0,518
1-Jun-20	0,474	15-May-20	0,519

11. Sintesi del parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni

L'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione rappresenta il risultato di un processo di perseguimento e selezione delle migliori alternative strategiche da parte di un'azienda in crisi, non caratterizzata in via autonoma dal requisito della continuità aziendale.

L'ingresso di Salini nella compagine azionaria rappresenta pertanto l'unica alternativa concretamente praticabile per conservare la prospettiva di continuità aziendale e il valore degli assets, tra cui, in particolare, le concessioni, i crediti, le rimanenze di lavori in corso, il portafoglio ordini e la capacità di acquisire nuovi ordini, dai quali dipende a sua volta la capacità di generazione di redditi prospettici.

L'Operazione è inoltre coerente con l'interesse della Società al perseguimento delle più appetibili opportunità strategiche, poiché offre la prospettiva dell'aggregazione aziendale con il principale player italiano delle costruzioni, da cui è possibile ottenere rilevanti sinergie in termini di costi e di presenza sul mercato internazionale.

Secondo criteri valutativi di generale accettazione, la valutazione della congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni deve essere effettuata sulla base del valore di mercato in una prospettiva *pre-money*, ossia della capacità reddituale prospettica dell'azienda senza l'aumento di capitale. Il "nuovo entrante" deve infatti pagare un prezzo basato sul valore *as is* dell'azienda, senza considerare il patrimonio addizionale e le aspettative di miglioramento dei risultati abilitate dalla ricapitalizzazione. La valutazione in una prospettiva *pre-money* salvaguarda il valore delle partecipazioni degli azionisti esistenti, che non viene diluito in termini economici, e le prospettive di rendimento dei nuovi azionisti, il cui investimento azionario può beneficiare dei rendimenti non ottenibili in assenza dell'aumento di capitale, così garantendo l'equo bilanciamento delle posizioni dei vecchi e nuovi azionisti.

Se, in una prospettiva *pre-money*, la continuità aziendale non può essere mantenuta, la valutazione deve essere compiuta simulando lo scenario liquidatorio ottimale, che nel caso di Astaldi prevede una prosecuzione transitoria dell'attività finalizzata alla più proficua cessione del complesso aziendale, nell'ambito dell'amministrazione straordinaria.

Trattandosi di un'offerta di azioni quotate, occorre altresì tenere conto dell'andamento delle quotazioni di mercato nell'ultimo semestre, pur senza automatismi e con ampi margini di giudizio discrezionale sulla capacità dei prezzi di borsa di esprimere il valore economico delle azioni.

A tal fine, è utile indagare i prezzi, i volumi e gli spread *bid-ask* del titolo. Quale variabile esplicativa delle quotazioni, si è ritenuto opportuno effettuare anche una valutazione nella prospettiva *post-money,* che dipende dai flussi economico-finanziari che l'azienda sarà in grado di generare dopo l'Operazione di aumento di capitale, sulla base del Piano di continuità del Concordato.

I metodi applicati per la stima delle azioni, sia nella prospettiva *pre-money* che in quella *post-money*, sono quello finanziario (*Discounted Cash Flow*), quale metodo fondamentale, e quello dei multipli di mercato delle società comparabili, quale metodo di mercato.

Dalle analisi effettuate e dall'applicazione dei suddetti procedimenti metodologici sono emersi i seguenti aspetti:

- il patrimonio netto contabile, su base consolidata, al 31.12.19 è negativo per euro 1.540 milioni;
- nella prospettiva *pre-money* i metodi di valutazione, sia finanziari che di mercato, restituiscono un valore di mercato del patrimonio netto negativo, sicché il valore *as is* delle azioni è nullo;

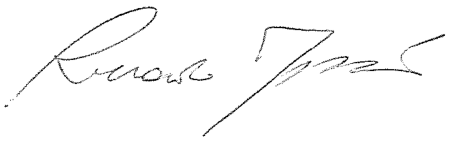
- l'andamento delle quotazioni azionarie mostra un prezzo medio delle azioni pari a euro 0,5014 nell'ultimo semestre e a euro 0,491 nell'ultimo mese, con quotazioni correnti alla data del presente parere di euro 0,494 per azione;
- tuttavia, i volumi scambiati, gli spread bid-ask e le informazioni a disposizione mostrano una condizione di scarsa liquidità ed efficienza del mercato;
- il driver principale che spiega l'andamento delle quotazioni azionarie è il valore di mercato *post-money* delle azioni, che il mercato sta parzialmente incorporando nelle quotazioni;
- nella prospettiva *post-money*, infatti, i metodi di valutazione finanziari consentono di stimare, sulla base del Piano di Concordato, un valore d'investimento delle azioni di circa euro 1,04 per azione, e i metodi di mercato un valore d'investimento compreso tra euro 0,53 ed euro 0,82 per azione (con la forchetta che dipende soprattutto dall'applicazione dei multipli rispetto al primo ovvero all'ultimo anno del Piano);
- è pertanto ragionevole che l'andamento delle quotazioni sconti parte del valore di mercato *post-money* atteso per effetto dell'Operazione, soprattutto nei limiti di quanto giustificato dai risultati dei primi anni del Piano, caratterizzati da minore incertezza;
- il prezzo di emissione di euro 0,23 per azione, determinato dall'Offerta Salini, è il risultato dell'incontro negoziale tra parti indipendenti, all'esito di una procedura trasparente di esperimento del mercato, sia prima che durante la procedura di concordato preventivo;
- al prezzo di emissione di euro 0,23 per azione, l'effetto diluitivo della quota di capitale degli attuali azionisti non comporterebbe alcuna perdita del valore delle partecipazioni da essi detenute, che in assenza dell'Operazione sarebbe nullo;
- la conservazione da parte degli attuali azionisti di una quota di partecipazione rappresenta, conseguentemente, un'opportunità di incremento del valore della partecipazione rispetto al valore di mercato (e al valore economico) nell'ipotesi *pre-money*;
- il prezzo di emissione di euro 0,23 per azione è interpretabile sostanzialmente in termini di premio di acquisizione corrisposto agli azionisti esistenti, a valere sul valore d'investimento per i nuovi azionisti, a fronte del controllo societario e dei previsti benefici specifici dell'Operazione, inclusi gli effetti della proposta di concordato e le previste sinergie rivenienti dall'inserimento nel gruppo Salini Impregilo.

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle analisi svolte, e tenuto conto della natura, della portata e dei limiti dell'incarico, si ritiene che il prezzo di emissione dell'Aumento di Capitale, di euro 0,23 per azione, sia congruo sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, in quanto: (i) riveniente da una libera transazione di mercato tra parti indipendenti, frutto dell'esperimento del mercato in condizioni di trasparenza informativa e per un tempo adeguato; (ii) maggiore del valore di mercato delle azioni in una prospettiva *pre-money*, nella quale la continuità aziendale

non sarebbe altrimenti garantita e il valore delle azioni nello scenario di liquidazione sarebbe nullo; (iii) rappresentativo di un equo premio di acquisizione riconosciuto agli azionisti esistenti a valere sul valore d'investimento per l'acquirente in una prospettiva post-money; (iv) la differenza rispetto alle quotazioni correnti del titolo deriva dal fatto che queste ultime non esprimono l'effettivo valore di mercato *pre-money,* sia per la ridotta efficienza del mercato, sia perché "prezzano" gli effetti attesi dell'Operazione.

Si rimane a disposizione per ogni ulteriore chiarimento sul contenuto del parere e sulle analisi di dettaglio sottostanti.

Prof. Riccardo Tiscini



APPENDICE A

Aziende Comparabili "Construction & Engineering" (fonte: *Thomson Reuters*).

Sono evidenziate le società comparabili operanti nel medesimo settore di Astaldi (Construction&Engineering).

#	**Aziende Comparabili**	**Settore**
1	Vinci	Construction & Engineering
2	Ferrovial SA	Construction & Engineering
3	Bouygues SA	Construction & Engineering
4	Eiffage SA	Construction & Engineering
5	ACS Actividades de Construccion y Servicios SA	Construction & Engineering
6	Hochtief AG	Construction & Engineering
7	Acciona SA	Construction & Engineering
8	Colas SA	Construction & Engineering
9	Spie SA	Energy Equipment services
10	Balfour Beatty PLC	Construction & Engineering
11	John Laing Group PLC	Construction & Engineering
12	Helios Towers PLC	Integrated Telecommunication services
13	Salini Impregilo SpA	Construction & Engineering
14	Sacyr SA	Construction & Engineering
15	Bilfinger SE	Construction & Engineering
16	Elecnor SA	Business Services
17	Morgan Sindall Group PLC	Construction & Engineering
18	Vossloh AG	Construction & Engineering
19	Maire Tecnimont SpA	Energy Equipment services
20	Keller Group PLC	Construction & Engineering
21	Salcef Group SpA	Construction & Engineering
22	Renew Holdings PLC	Construction & Engineering
23	Henry Boot PLC	Construction & Engineering
24	Assystem SA	Research & Consulting services
25	Grupo Empresarial San Jose SA	Construction & Engineering
26	Uzin Utz AG	Construction & Engineering
27	Severfield PLC	Construction & Engineering
28	Obrascon Huarte Lain SA	Construction & Engineering
29	Galliford Try Holdings PLC	Construction & Engineering
30	Kier Group PLC	Construction & Engineering
31	Abengoa SA	Engineering services
32	Societe Marseillaise du Tunnel Prado Carenage SA	Construction & Engineering
33	Costain Group PLC	Construction & Engineering
34	Grupo Ezentis SA	Integrated Telecommunication services
35	Autostrade Meridionali SpA	Transportation services
36	Nexus Infrastructure PLC	Construction & Engineering

37	Tekmar Group PLC	Oil & Gas equipment services
38	Carillion PLC	Construction & Engineering
39	Quabit Inmobiliaria SA	Construction & Engineering
40	Airtificial Intelligence Structures SA	Mining & Extracting
41	Iniziative Bresciane Inbre SpA	Renewable electricity
42	Cie Industrielle Financiere Entreprise SA	Construction & Engineering
43	J Smart & Co (Contractors) PLC	Construction & Engineering
44	Ambienthesis SpA	Environmental & facilities service
45	3U Holding AG	Trading company and distributors
46	NMCN PLC	Construction & Engineering
47	Billington Holdings PLC	Construction & Engineering
48	Tclarke PLC	Telecommunication
49	Euroconsult Engineering Consulting Group SA	Business consulting
50	Duro Felguera SA	Construction & Engineering
51	Muehlhan AG	Construction & Engineering
52	AHT Syngas Technology NV	Technology
53	Alumasc Group PLC	Construction & Engineering
54	Driver Group PLC	Construction & Engineering
55	PLC SpA	Business consultancy
56	Ediliziacrobatica SpA	Construction & Engineering
57	Hiolle Industries SA	Construction & Engineering
58	Foraco International SA	Diversified metal & mining
59	Bilby PLC	Environmental & facilities service
60	Northern Bear PLC	Construction & Engineering
61	Tuff Group AG	Oil & Gas
62	DBA Group SpA	Construction & Engineering
63	Compania Levantina de Edificacion y Obras Publicas SA	Construction & Engineering
64	Clerhp Estructuras SA	Construction & Engineering
65	Eenergy Group PLC	Diversified metal & mining
66	Formation Group PLC	Construction & Engineering
67	KHD Humboldt Wedag Industrial Services AG	Construction & Engineering
68	GWB fuer Geschaefts Und Wohnbauten GmbH & Co KG	Construction & Engineering
69	Aukett Swanke Group PLC	Research & consulting service
70	AG3I SAS	Maintenance services
71	Mountfield Group PLC	Construction & Engineering
72	Field Systems Designs Holdings PLC	System designing
73	Philipp Holzmann AG	Construction & Engineering
74	Phoenix Solar AG	Energy Equipment services
75	Smart Grids AG	Electricity renewable energy
76	Walter Bau AG	Construction & Engineering
77	Froehlich Bau Ag i L	Electricity renewable energy
78	Sobemo SAS	Maintenance services