



KPMG S.p.A.  
Revisione e organizzazione contabile  
Via Ettore Petrolini, 2  
00197 ROMA RM  
Telefono +39 06 80961.1  
Email [it-fmauditaly@kpmg.it](mailto:it-fmauditaly@kpmg.it)  
PEC [kpmgspa@pec.kpmg.it](mailto:kpmgspa@pec.kpmg.it)

## **Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile, e dell'art. 158, comma primo, del D.Lgs. 58/98**

Agli Azionisti della  
Astaldi S.p.A.

### **1 Motivo ed oggetto dell'incarico**

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla Astaldi S.p.A. (di seguito anche "Astaldi" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione (di seguito anche gli "Amministratori") del 21 settembre 2017, redatta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione di Astaldi (di seguito anche la "Relazione degli Amministratori" o la "Relazione").

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di Astaldi S.p.A. da perfezionarsi mediante emissione di numero massimo di 17.853.499 azioni ordinarie di Astaldi S.p.A. del valore unitario di Euro 2,00 ciascuna, da riservare ai sottoscrittori del prestito obbligazionario *equity linked* con scadenza 21 giugno 2024 deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Società del 13 giugno 2017 ed interamente collocato presso investitori qualificati in data 14 giugno 2017 (nel seguito anche il "Prestito" o le "Obbligazioni"), ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

La proposta del suddetto aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea straordinaria della Società da tenersi entro il 21 dicembre 2017.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ha richiesto alla nostra società di revisione di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri adottati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Astaldi S.p.A.

## 2 Sintesi dell'operazione

### 2.1 Premessa

L'operazione di aumento del capitale sociale a servizio dell'emissione del prestito obbligazionario oggetto della presente relazione (di seguito l'"Operazione"), si inserisce nell'ambito delle azioni di supporto ai piani di sviluppo attualmente in corso con la finalità di garantire al contempo il rafforzamento della struttura finanziaria della Società.

Come spiegato dagli Amministratori nella Relazione redatta ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, sesto comma, i principali vantaggi per la Società derivanti dal collocamento del Prestito risiedono nell'aumento della flessibilità finanziaria, nel riscadenziamento del debito riveniente dalle Obbligazioni 2013 e nella possibilità di beneficiare delle positive condizioni di mercato attraverso un collocamento rapido presso investitori qualificati nazionali ed internazionali.

### 2.2 Struttura dell'operazione

Come indicato dagli Amministratori nella Relazione redatta ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, sesto comma, la struttura dell'Operazione è sintetizzabile come segue:

- in data 13 giugno 2017 il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato l'emissione del prestito e i principali termini e caratteristiche del medesimo;
- in data 14 giugno 2017 è stato avviato il collocamento delle Obbligazioni a cura di BNP Paribas S.A., HSBC Bank plc e UniCredit Bank AG Milan Branch, in qualità di *Joint Global Coordinator e Joint Bookrunner*, che si è concluso in pari data con l'integrale collocamento del Prestito presso investitori qualificati nazionali ed internazionali;
- l'Operazione è stata regolata in data 21 giugno 2017 mediante l'emissione delle Obbligazioni ed il pagamento da parte degli investitori del prezzo di sottoscrizione. L'importo oggetto di emissione è stato pari a complessivi Euro 140 milioni;
- i proventi dell'emissione delle Obbligazioni sono stati destinati al rimborso del prestito obbligazionario denominato "Euro 130,000,000 4.50 per cent. Equity-Linked Notes due 31 January 2019" emesso in data 31 gennaio 2013 (le "Obbligazioni 2013"), mediante una procedura di c.d. *reverse bookbuilding* (il "Riacquisto") e, con riferimento al collocamento delle Obbligazioni in misura eccedente rispetto alle risorse necessarie per il pagamento di quanto dovuto a fronte del Riacquisto delle Obbligazioni 2013, ad esigenza di cassa della Società;
- come comunicato al mercato in data 14 e 23 giugno 2017, nell'ambito della procedura di Riacquisto, la Società ha riacquistato le Obbligazioni 2013 mediante la corresponsione di un corrispettivo in denaro pari al 106,5% del valore nominale di ciascuna delle Obbligazioni 2013 che hanno partecipato al Riacquisto, oltre agli interessi maturati e non corrisposti sino alla data di pagamento (esclusa). A valle del Riacquisto, ai sensi del regolamento delle Obbligazioni 2013, in considerazione del fatto che, a seguito della data di chiusura del Riacquisto era rimasta in circolazione una percentuale dell'ammontare nominale delle Obbligazioni 2013 originariamente emesse inferiore al 15%, la Società ha esercitato in data 15 settembre 2017 la facoltà di rimborso anticipato e integrale delle Obbligazioni 2013 non oggetto del Riacquisto ancora in circolazione al loro valore nominale (unitamente agli interessi maturati e non ancora corrisposti fino a tale data) con conseguente integrale estinzione delle stesse;

- ai sensi del regolamento delle Obbligazioni (il “Regolamento”), nell'ipotesi in cui l'Assemblea Straordinaria della Società deliberi il proposto aumento di capitale a servizio della conversione del prestito entro il 21 dicembre 2017 (*Long Stop Date*), la Società sarà tenuta a inviare a BNP Paribas Trust Corporation UK Limited (che agirà in qualità di *trustee*) e agli obbligazionisti un avviso, per effetto del quale a questi ultimi verrà attribuito, a partire dalla data indicata in suddetto avviso che in ogni caso non potrà cadere oltre il decimo giorno di borsa aperta successivo a tale comunicazione, il diritto di chiedere l'eventuale conversione delle stesse in azioni ordinarie della Società già esistenti e/o di nuova emissione;
- nell'ipotesi in cui gli obbligazionisti facciano richiesta di conversione è prevista la facoltà per la Società, a sua totale discrezione, di regolare la conversione mediante azioni ordinarie Astaldi ovvero cassa ovvero una combinazione di cassa e azioni;
- nella diversa ipotesi in cui l'Assemblea Straordinaria della Società non deliberi l'Aumento di Capitale entro la *Long Stop Date*, le Obbligazioni dovranno essere rimborsate al maggiore tra i seguenti valori: (a) il 102% del valore nominale, oltre agli interessi maturati e non corrisposti sino alla data di rimborso anticipato (esclusa); e (b) il 102% del *fair value* (inteso come il prezzo calcolato da un consulente finanziario indipendente quale media dei prezzi delle Obbligazioni nei cinque giorni di borsa aperta successivi alla comunicazione della mancata approvazione assembleare) delle Obbligazioni, oltre agli interessi maturati e non corrisposti sino alla data di rimborso anticipato (esclusa);
- il Consiglio di Amministrazione ha deciso di procedere all'emissione delle Obbligazioni ed al riacquisto delle Obbligazioni 2013 in quanto ritiene che tali Operazioni si inquadrano all'interno della strategia finanziaria delineata dal Piano Strategico 2017 – 2021 approvato dal Consiglio di Amministrazione il 5 aprile 2017, che prevede il rafforzamento della struttura finanziaria della Società da realizzarsi anche attraverso l'allungamento delle scadenze contrattuali. Per tale ragione il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che l'Operazione rispondesse pienamente all'interesse della Società e agli obiettivi di rafforzamento della struttura finanziaria della Società;
- il Consiglio di Amministrazione esplicita nella Relazione che l'esclusione del diritto di opzione trova giustificazione nell'emissione delle Obbligazioni che sono uno strumento di debito complesso riservato ai soli investitori qualificati e che consentono di rafforzare la struttura finanziaria della Società;
- il numero massimo di azioni che saranno emesse a fronte della proposta di aumento del capitale sociale formulata dagli amministratori è pari a n. 17.853.499 del valore nominale pari ad €2,0 aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione.

### 2.3 **Caratteristiche del Prestito Obbligazionario**

Le principali caratteristiche del Prestito Obbligazionario, come indicato dagli Amministratori nella Relazione redatta ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, sesto comma, sono di seguito elencate:

- Importo del prestito: €140 milioni;
- Destinatari: le Obbligazioni sono state collocate presso investitori qualificati italiani ed esteri ai sensi della *Regulation S* dello *US Securities Act* del 1933, come modificato, con esclusione di Stati Uniti d'America, Australia, Canada e Giappone;

- Valore nominale: €100 mila per ciascuna Obbligazione;
- Rendimento: l'Obbligazione è a tasso fisso con cedola pari al 4,875% del valore nominale e pagamento degli interessi su base trimestrale posticipata da corrispondersi il 21 marzo, il 21 giugno, il 21 settembre ed il 21 dicembre di ogni anno;
- Durata: 7 anni, salvo le ipotesi di rimborso anticipato;
- Rimborso del capitale: il capitale dovrà essere rimborsato in un'unica soluzione in importo in denaro pari al valore nominale alla scadenza del prestito (i.e. 21 giugno 2024), salvo il caso di rimborso anticipato. In particolare, i portatori delle Obbligazioni avranno il diritto a richiedere il rimborso anticipato delle stesse (i) in occasione del quinto anniversario dalla data di emissione e pagamento delle Obbligazioni (i.e. 21 giugno 2022), al loro valore nominale incrementato degli interessi maturati e non goduti fino a tale data; (ii) a fronte del verificarsi di taluni eventi (cambio di controllo, riduzione del flottante delle azioni ordinarie sottostanti al di sotto di una determinata soglia) secondo i termini e le condizioni indicati nel regolamento del prestito;
- Prezzo di Conversione: pari a €7,8416, fatti salvi eventuali aggiustamenti previsti dal regolamento del prestito. Il prezzo di conversione è stato determinato ad esito del collocamento del prestito, sulla base del valore di mercato delle azioni Astaldi. In particolare, ai fini della determinazione del valore di mercato delle azioni è stato preso a riferimento il prezzo medio ponderato (c.d. VWAP o *Volumes Weighted Average Price*) dell'azione Astaldi dal lancio dell'operazione al pricing (rilevazione *intraday* del 14 giugno 2017). A tale valore di mercato, pari a € 5,8086, è stato quindi applicato un premio di conversione del 35%, tenendo in ogni caso conto, ai fini della determinazione di tale prezzo, dei criteri di cui all'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.
- Il valore nominale delle azioni da emettere in sede di eventuale conversione non potrà eccedere il credito che spetterebbe agli obbligazionisti a titolo di rimborso delle Obbligazioni stesse per il caso di mancata conversione. Il numero di azioni da emettere o trasferire al servizio della conversione verrà determinato dividendo l'importo nominale delle Obbligazioni, in relazione alle quali verrà esercitato il diritto di conversione, per il prezzo di conversione (come eventualmente aggiustato alla data di conversione), arrotondato per difetto al numero intero più vicino di azioni ordinarie. Non verranno emesse o consegnate frazioni di azioni e nessun pagamento in contanti o aggiustamento verrà eseguito in luogo di tali frazioni. La Società avrà facoltà di consegnare all'obbligazionista che esercita il diritto di chiedere l'eventuale conversione, alternativamente, azioni ordinarie Astaldi ovvero cassa ovvero una combinazione di cassa e azioni, secondo termini e condizioni previsti dal regolamento del Prestito;
- il Regolamento del Prestito Obbligazionario, in linea con la prassi di mercato per questo tipo di strumenti di debito, prevede, in determinate circostanze, formule di aggiustamento del Prezzo di Conversione al verificarsi, tra l'altro, dei seguenti eventi:
  - raggruppamento o frazionamento delle azioni;
  - aumento di capitale gratuito, mediante imputazione a capitale di utili o di riserve;
  - distribuzioni di dividendi oltre una determinata soglia;

- emissione di azioni o strumenti finanziari riservata agli azionisti o assegnazione di opzioni, *warrant* o altri diritti di sottoscrizione/acquisto o strumenti finanziari agli azionisti;
- emissione di azioni o assegnazione di opzioni, *warrant* o altri diritti di sottoscrizione/acquisto di azioni (ovvero emissione di strumenti finanziari convertibili o scambiabili in azioni);
- modifica ai diritti di conversione/scambi connessi ad altri strumenti finanziari;
- cambio di controllo.

— Legge applicabile: legge inglese, ad eccezione delle assemblee degli obbligazionisti che saranno regolate dalla disciplina italiana.

### **3 Natura e portata del presente parere**

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituita dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

### **4 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto ed analizzato la seguente documentazione:

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 21 settembre 2017 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile e dell'art.72 del Regolamento Consob 11971/99;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 21 settembre 2017 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- Statuto della Società;
- documentazione di dettaglio relativa alla valutazione predisposta dagli Amministratori, ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Astaldi proposto per l'operazione in esame;
- bilanci di esercizio e consolidati di Astaldi S.p.A. al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2016, da noi assoggettati a revisione contabile, le cui relazioni di revisione sono state emesse rispettivamente in data 29 marzo 2016 e in data 27 marzo 2017;

- relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2016 e al 30 giugno 2017 di Astaldi S.p.A., da noi assoggettate a revisione contabile limitata, le cui relazioni sono state emesse rispettivamente in data 5 agosto 2016 ed in data 4 agosto 2017;
- *business plan* del gruppo industriale Astaldi relativo al periodo 2017 – 2021 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Astaldi S.p.A. ( di seguito il “*Business Plan*”);
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Astaldi S.p.A. registrati nei sei mesi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
- il “*Term Sheet*” dell’Obbligazione del 14 giugno 2017;
- andamento delle quotazioni di borsa registrato sul Mercato Telematico Azionario delle azioni di Astaldi S.p.A. il 14 giugno 2017;
- dati relativi ai volumi di scambi effettuati con riferimento ai titoli azionari di Astaldi S.p.A.;
- dati relativi ai volumi di scambi effettuati con riferimento ai titoli azionari sul Mercato Telematico Azionario;
- dati relativi al premio di conversione mediamente applicato con riferimento ad un *pool* ristretto di obbligazioni convertibili con caratteristiche simili a quelle emesse dalla Società;
- *Credit spread* al 21 giugno 2017, stimato a partire dal merito creditizio attribuito alla Società dalle agenzie di *rating* ovvero dallo *spread* implicito riscontrato su emissioni obbligazionarie quotate riferibili alla medesima Società;
- *Dividend yield* atteso sull’azione ordinaria Astaldi S.p.A., desunto da informazioni disponibili da *infoprovider* pubblici;
- recenti analisi redatte da primarie istituzioni finanziarie sul titolo azionario Astaldi S.p.A.;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell’espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 2 novembre 2017, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Astaldi S.p.A., non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## 5 **Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**

Nell’ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art 2441, quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori “*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell’andamento delle quotazioni dell’ultimo semestre*”.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, in considerazione delle caratteristiche sia delle obbligazioni che dell'aumento di capitale a servizio della conversione del prestito, ha deliberato di proporre all'assemblea che il prezzo di emissione delle nuove azioni rinvenienti da tale aumento di capitale sia pari al prezzo di conversione delle obbligazioni, fermo restando che il primo dovrà essere determinato sulla base dei criteri di cui all'art.2441, sesto comma, del Codice Civile e dunque in base al patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato della Società, tenendo conto altresì dell'andamento del titolo Astaldi sul MTA dell'ultimo semestre.

Il prezzo di conversione delle obbligazioni è stato determinato dagli organi della Società all'uopo delegati sulla base di criteri di valutazione utilizzati nell'ambito di operazioni equivalenti e conformi alla prassi di mercato per tali strumenti di debito. Il prezzo di conversione è stato determinato ad esito del collocamento del prestito, sulla base del valore di mercato delle azioni Astaldi. In particolare, ai fini della determinazione del valore di mercato delle azioni è stato preso a riferimento il prezzo medio ponderato (c.d. VWAP o *Volumes Weighted Average Price*) dell'azione Astaldi sulla Borsa Italiana dal lancio dell'operazione al *pricing*. A tale valore di mercato - pari a €5,8086 - è stato quindi applicato un premio di conversione del 35%, tenendo in ogni caso conto, ai fini della determinazione di tale prezzo, dei criteri di cui all'art.2441, sesto comma, del Codice Civile.

## **6 Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione**

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al paragrafo precedente.

## **7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione**

Sulla base dei criteri adottati dagli Amministratori, il prezzo di emissione delle azioni, fissato ad €7,8416, pari al prezzo di conversione, è stato determinato, come indicato nella Relazione, come la somma di:

- *Prezzo di Riferimento* delle azioni ordinarie della Società, definito pari ad €5,8086, quale media dei prezzi ponderati per i volumi osservati nel corso della giornata del 14 giugno 2017 fino al momento della determinazione dei termini dell'offerta (nel seguito anche "prezzo *Spot*");
- *Premio di Conversione* pari al 35%, calcolato rispetto al suddetto Prezzo di Riferimento (nel seguito anche "Premio").

In relazione a quanto previsto dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni il Consiglio di Amministrazione ha considerato il valore del patrimonio netto per azione, come risultante dal bilancio consolidato semestrale abbreviato chiuso al 30 giugno 2017, pari a € 7,2432 per azione ed ha tenuto conto dell'andamento delle quotazioni del titolo Astaldi nell'ultimo semestre.

## **8 Lavoro svolto**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 21 settembre 2017;

- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato l'altra documentazione e le altre informazioni fornite nel precedente paragrafo 4;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- analizzato il valore delle quotazioni di borsa delle azioni di Astaldi S.p.A. al 14 giugno 2017, rilevando che il prezzo medio di giornata delle azioni dal lancio dell'Operazione al *pricing* era pari a €5,8086;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- analizzato il valore del patrimonio netto contabile per azione alla data del 30 giugno 2017;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di Astaldi S.p.A. nei sei mesi precedenti la data della Relazione e nel periodo intercorso tra la data dell'Operazione e la data di emissione del presente parere;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni Astaldi S.p.A. nei sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di uno, tre, sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- effettuato l'analisi del volume di scambi effettuati negli ultimi 12 mesi sul Mercato Telematico Azionario gestito e organizzato da Borsa Italiana S.p.A. con riferimento alle azioni ordinarie Astaldi; durante il periodo considerato i valori hanno evidenziato un allineamento con la media dei volumi dei titoli appartenenti all'indice telematico di Borsa Italiana di riferimento;
- analizzato il livello di significatività del premio di conversione attraverso le seguenti verifiche:
  - *reperformance* delle metodologie utilizzate dagli amministratori
  - analisi dei Premi di Conversione mediamente applicati nell'ambito di operazioni di emissione di prestiti obbligazionari convertibili, con caratteristiche simili a quelle oggetto di analisi. A tal proposito, è stata effettuata l'analisi di un *pool* ristretto di obbligazioni convertibili con caratteristiche similari per

- scadenza, data di emissione e per settori di appartenenza, a quelle emesse dalla Società;
- stima analitica del premio di conversione attraverso il *modelling* finanziario del prestito obbligazionario. Tale stima ha avuto la finalità di verificare il rispetto della condizione di equilibrio tra il prezzo di emissione delle azioni (Prezzo di Riferimento + Premio di Conversione) ed il Fair Value del prestito convertibile. A tal proposito, è stata analizzata la coerenza tra il premio di conversione e le condizioni del prestito obbligazionario convertibile; tali condizioni sono state valutate attraverso la stima del Fair Value del prestito convertibile utilizzando modelli di calcolo standard previsti dalla letteratura finanziaria.
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

## 9 **Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del suddetto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori.

Con riferimento all'utilizzo delle quotazioni di borsa va rilevato peraltro che la norma lascia agli Amministratori, nel formulare la loro proposta all'Assemblea, un'ampia libertà di scelta nell'individuazione di un valore che possa essere ritenuto rappresentativo delle tendenze di mercato, senza necessariamente vincolarli al rispetto di dati medi.

Con riferimento alla scelta del criterio operata dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Prezzo di Riferimento, riteniamo opportuno esporre i seguenti commenti:

- in termini generali, le quotazioni di borsa forniscono indicazioni dirette relativamente al valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di analisi. Tale valore rappresenta un elemento di riferimento che assume rilevanza assoluta nel caso in cui i volumi trattati ed i prezzi negoziati per i titoli delle società oggetto di valutazione siano il risultato di un numero elevato e continuativo di contrattazioni poste in essere liberamente da azionisti e investitori operanti sul mercato in assenza di condizionamenti esterni. Su mercati finanziari caratterizzati da adeguati livelli di efficienza, i prezzi che si vengono a formare su titoli dotati di un buon grado di liquidità e di consistenti volumi scambiati tendono pertanto a convergere verso il valore economico teoricamente determinabile attraverso l'applicazione di metodologie valutative diverse, analitiche o empiriche; tale metodo valutativo adottato dal Consiglio di Amministrazione è quindi comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è condiviso dalla teoria finanziaria e aziendalistica nell'ambito di realtà aziendali quotate;

- nella prassi il criterio valutativo basato sulle quotazioni di Borsa si basa sulla rilevazione delle quotazioni di riferimento della Società in diversi periodi temporali. Gli amministratori hanno ritenuto congruo considerare come significativo il valore medio ponderato dei prezzi delle azioni di Astaldi S.p.A. registrato sul Mercato Telematico Azionario alla data del 14 giugno 2017. A tal riguardo un orizzonte temporale ridotto ad un giorno potrebbe riflettere eventi di natura straordinaria o speculativa suscettibili di influenzare il livello di *fairness* dell'Operazione. Anche se tale scelta non è del tutto allineata con la prassi valutativa che utilizza valori medi elaborati su durate più elevate, osserviamo che il valore di riferimento utilizzato non si discosta significativamente dalle rilevazioni di mercato del semestre precedente la data della Relazione. Pertanto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'Operazione, la scelta degli amministratori risulta ragionevole e non arbitraria;
- con riferimento alla scelta del criterio per la determinazione del premio di conversione operata dal Consiglio di Amministrazione, osserviamo che il razionale della metodologia utilizzata risulta condivisibile. La Società ha, infatti, adottato metodologie alternative finalizzate, rispettivamente, alla verifica della *fairness* dell'obbligazione convertibile e all'analisi del premio di conversione medio garantito da emissioni aventi caratteristiche similari. L'utilizzo di tali metodologie ha condotto a risultati sostanzialmente equiparabili. L'applicazione di una pluralità di metodi ha consentito agli Amministratori di allargare il processo di valutazione e di sottoporre a controllo i risultati derivanti dall'applicazione dei differenti metodi.

## 10 Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle quotazioni di borsa adottato dal Consiglio di Amministrazione, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari che hanno evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni significative nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, può individuare pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda dei momenti in cui sono effettuate le rilevazioni di mercato;
- la valutazione della componente bond e della componente opzionale, implicite nel Prestito Obbligazionario, è molto sensibile al modello di valutazione adottato. Sebbene tale valutazione sia stata effettuata, dagli Amministratori, sulla base di un modello di *pricing* "K. Tsiveriotis e C. Fernandez" comunemente utilizzato dalla prassi per la valutazione di strumenti finanziari aventi caratteristiche similari a quella in esame, l'utilizzo di modelli di valutazione diversi può condurre a differenti conclusioni in misura più o meno significativa.

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione.



## 11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro così come riportato nel presente parere di congruità e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a €7,8416, del numero massimo di 17.853.499 nuove azioni ordinarie di Astaldi S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato ai sottoscrittori del Prestito.

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

Roma, 2 novembre 2017

KPMG S.p.A.

Marco Mele  
Socio