

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE DELLE  
AZIONI AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2506-TER E 2501-SEXIES CODICE CIVILE**

Agli azionisti di Webuild S.p.A.

Agli azionisti di Astaldi S.p.A.

**1 MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO**

Con provvedimento datato 11 febbraio 2021, a seguito di istanza congiunta di Webuild S.p.A. ("Webuild" o la "Società Beneficiaria") e di Astaldi S.p.A. ("Astaldi" o la "Società Beneficiaria" e, insieme a Webuild, le "Società"), il Tribunale di Milano ha designato PKF Italia S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi degli artt. 2506-ter e 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di assegnazione relativo al progetto di scissione parziale proporzionale di Astaldi in favore della controllante Webuild (la "Scissione").

A tal fine abbiamo ricevuto da Webuild e da Astaldi il progetto di scissione (il "Progetto di Scissione"), corredato dalla relazione del Consiglio di Amministrazione di Webuild (la "Relazione degli Amministratori Webuild") e dalla relazione del Consiglio di Amministrazione di Astaldi (la "Relazione degli Amministratori Astaldi" e, insieme alla Relazione degli Amministratori Webuild, le "Relazioni degli Amministratori" ovvero le "Relazioni"), approvate rispettivamente in data 19 e 20 marzo 2021, le quali indicano, illustrano e giustificano, ai sensi degli artt. 2506-ter e 2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di assegnazione delle nuove azioni Webuild emesse a servizio della Scissione (il "Rapporto di Assegnazione"), nonché le situazioni patrimoniali delle Società riferite alla data del 31 dicembre 2020, assunte quali situazioni patrimoniali di riferimento (le "Situazioni Patrimoniali"), ai sensi degli artt. 2506-ter e 2501-quater del Codice Civile.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione, le Società si sono avvalse di *advisors* finanziari, rispettivamente Partners S.p.A. per Webuild e EY Advisory S.p.A. per Astaldi (congiuntamente, gli "*Advisors*"), alle cui relazioni gli Amministratori hanno rinviato.

Il Progetto di Scissione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Webuild e di Astaldi convocate in unica adunanza rispettivamente per il giorno 30 aprile 2021 e 29 aprile 2021.

## 2 SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni, l'operazione di Scissione costituisce un passaggio fondamentale dell'attuazione del "Progetto Italia" e porta a compimento il percorso di integrazione delle attività di Astaldi all'interno di Webuild avviato con la partecipazione di Webuild alla procedura di concordato preventivo in continuità diretta ex artt. 161 e seguenti L.F. avviata da Astaldi il 28 settembre 2018 (procedura n. 63/2018, il "Concordato Astaldi").

Il piano concordatario di Astaldi è stato depositato, nella sua versione definitiva, il 19 giugno 2019 (il "Piano") ed è stato predisposto, fra l'altro, sulla base dell'offerta di intervento finanziario e industriale formulata da Webuild (allora denominata Salini Impregilo S.p.A.) il 13 febbraio 2019, integrata e confermata il 15 luglio 2019.

Il Piano prevedeva, nelle sue linee essenziali, la separazione tra:

- (i) le attività di Astaldi relative all'edilizia, alle costruzioni infrastrutturali, all'impiantistica, allo studio, alla progettazione, al trasporto, alla manutenzione, al *facility management* e alla gestione di sistemi complessi, destinate alla prosecuzione in continuità, e
- (ii) determinate attività di Astaldi relative alla gestione in concessione di infrastrutture e altri beni, destinate invece alla liquidazione e da far confluire in un patrimonio destinato ex artt. 2447-bis e seguenti del Codice Civile (il "Patrimonio Destinato").

Il Piano prevedeva inoltre la soddisfazione dei creditori concordatari:

- (i) per quanto attiene ai creditori in prededuzione e a quelli privilegiati, in denaro, anche mediante le risorse rivenienti dall'intervento finanziario di Webuild da attuarsi tramite la sottoscrizione riservata a quest'ultima di un aumento di capitale in Astaldi per Euro 225.000.000,00 (l'"Aumento Webuild");
- (ii) per quanto attiene ai creditori chirografari, mediante l'attribuzione in loro favore: (1) di azioni ordinarie Astaldi di nuova emissione da assegnarsi loro in pagamento dei loro crediti nel rapporto di 12,493 nuove azioni per ogni Euro 100,00 di credito chirografario vantato verso la stessa Astaldi; e (2) di strumenti finanziari di partecipazione emessi da Astaldi ai sensi dell'art. 2447-ter, comma 1, lett. e), del Codice Civile, che danno diritto a ricevere, in via esclusiva, i proventi netti di liquidazione del Patrimonio Destinato (gli "SFP") nel rapporto di n. 1 SFP per ogni 1,00 Euro di credito chirografario.

Il Piano prevedeva inoltre l'emissione, da parte di Astaldi, di:

- (i) *warrant* destinati a Webuild e volti ad assicurare a quest'ultima il mantenimento di una determinata partecipazione in Astaldi a seconda degli esiti della sottoscrizione delle azioni Astaldi riservate ai creditori chirografari (i "*Warrant Antidiluitivi*");
- (ii) *warrant* destinati agli istituti finanziari che hanno messo a disposizione nuove risorse nel corso della procedura concordataria (Unicredit S.p.A. Intesa Sanpaolo S.p.A., SACE S.p.A., BNP Paribas S.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e Banco BPM S.p.A., le "Banche Finanziatrici Astaldi"), volti ad assicurare a questi ultimi la possibilità di sottoscrivere a pagamento una partecipazione nel capitale azionario della società (i "*Warrant Finanziatori*").

Il Concordato Astaldi è stato omologato dal Tribunale di Roma il 17 luglio 2020 e il successivo 31 luglio 2020 l'Assemblea degli Azionisti di Astaldi ha adottato le delibere propedeutiche alla sua esecuzione.

Il 5/6 novembre 2020, fra l'altro, Webuild ha interamente sottoscritto e versato l'Aumento Webuild, sono state emesse e assegnate le azioni e gli SFP destinati ai creditori chirografari accertati, nonché sono state emessi e assegnati i *Warrant Antidiluitivi* a Webuild e i *Warrant Finanziatori* alle Banche Finanziatrici Astaldi.

Webuild è dunque attualmente titolare di una partecipazione in Astaldi pari al 66,101% del capitale complessivo, acquisita nell'ambito del Concordato Astaldi.

L'operazione descritta nel Progetto di Scissione, secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle Relazioni, è diretta:

- (i) all'integrazione all'interno di Webuild delle attività in continuità di Astaldi relative all'edilizia, alle costruzioni infrastrutturali, all'impiantistica, allo studio, alla progettazione, al trasporto, alla manutenzione, al *facility management* e alla gestione di sistemi complessi (il "Patrimonio Scisso");
- (ii) ad assicurare che il restante patrimonio di Astaldi, che sarà unicamente costituito dal Patrimonio Destinato, prosegua la sua attività, essendo i suoi risultati a esclusivo beneficio dei titolari degli SFP, che manterranno inalterati i propri diritti secondo i termini e le condizioni previste nel Concordato Astaldi: è dunque previsto il trasferimento, in capo alla beneficiaria Webuild, di tutti gli impegni a suo tempo assunti da Astaldi nei confronti del Patrimonio Destinato ai sensi della relativa delibera di costituzione;
- (iii) a garantire, in sede di esecuzione della Scissione, la quotazione sull'MTA delle azioni che i creditori concordatari hanno ricevuto in esecuzione del Concordato Astaldi, con in più la possibilità per loro di beneficiare direttamente della crescita delle attività integrate del gruppo Webuild per come risulterà a esito dell'operazione;
- (iv) ad assicurare che non siano pregiudicati i diritti dei potenziali ulteriori creditori concordatari di Astaldi, laddove le loro pretese creditorie trovino riconoscimento successivamente all'attuazione dell'operazione.

Le Relazioni riportano che la Scissione ha natura parziale, in quanto solo una parte del patrimonio della Società Scissa (il ramo continuità) sarà trasferito alla Società Beneficiaria, con permanenza in capo ad Astaldi dei soli beni e rapporti giuridici attivi e passivi propri del Patrimonio Destinato. L'attività del Patrimonio Destinato è unicamente volta alla sua gestione e ordinata dismissione dei suoi beni a beneficio dei titolari degli SFP, senza che da tale attività possa derivare alcuna utilità per gli azionisti di Astaldi per i quali, dunque, la gestione del Patrimonio Destinato darà un risultato neutro. In considerazione di ciò, il Progetto di Scissione prevede che agli attuali azionisti di Astaldi, che rimangono interessati dalle sole vicende del ramo continuità destinato a essere trasferito a Webuild, vengano assegnate azioni ordinarie Webuild di nuova emissione in funzione del Rapporto di Assegnazione.

Secondo le Relazioni, all'esito della Scissione e in ragione delle caratteristiche del Patrimonio Destinato e della sua indifferenza economica e giuridica per gli attuali soci di Astaldi, nonché della posizione di questi ultimi, legata invece ai soli risultati delle attività in continuità:

- (i) nessuno degli attuali azionisti di Astaldi manterrà la propria partecipazione in Astaldi all'esito dell'operazione;
- (ii) gli attuali azionisti Astaldi diversi da Webuild seguiranno il medesimo percorso del Patrimonio Scisso e riceveranno, all'esito dell'operazione, un numero di azioni della società beneficiaria corrispondente alla partecipazione che gli stessi detengono attualmente in Astaldi, sulla base del Rapporto di Assegnazione;
- (iii) in favore di Webuild non verranno assegnate azioni, in ossequio al divieto di cui all'art. 2504-ter, comma 2, del Codice Civile richiamato dall'art. 2506-ter, comma 5, del Codice Civile, a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, di tutte le azioni Astaldi da questa detenute;
- (iv) tutte le azioni Astaldi attualmente in circolazione saranno quindi annullate e l'Assemblea della Società Scissa delibererà un aumento di capitale riservato che sarà interamente sottoscritto dalla costituenda "Fondazione Creditori Chirografari", che ne diverrà l'unico socio (la "Fondazione").

Per tali ragioni, gli Amministratori qualificano la Scissione come proporzionale, in quanto, all'esito della stessa, gli attuali azionisti di Astaldi diversi da Webuild diverranno soci della Società Beneficiaria ricevendo, in sostituzione delle azioni attualmente possedute, una partecipazione in Webuild equivalente, sulla base del Rapporto di Assegnazione, a quella attualmente posseduta in Astaldi.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che, laddove dovessero essere accertate ulteriori posizioni creditorie chirografarie ai sensi del Concordato Astaldi, Webuild procederà, in favore dei relativi creditori, all'emissione di proprie azioni ordinarie (il cui quantitativo sarà frutto dell'applicazione del Rapporto di Assegnazione al quantitativo di azioni Astaldi da quest'ultima offerto ai creditori chirografari nell'ambito del Concordato Astaldi), mentre Astaldi procederà, in favore di tali soggetti, all'emissione di nuovi SFP secondo quanto previsto nel Piano e nel regolamento di tali strumenti.

Le Relazioni precisano altresì che la Scissione potrà essere attuata, fra l'altro, solo una volta intervenuto l'integrale pagamento in denaro dei creditori prededucibili e privilegiati ai sensi del Concordato Astaldi e che eventuali ulteriori soggetti i cui crediti dovessero essere accertati in via definitiva successivamente alla Scissione saranno soddisfatti in denaro da parte di Webuild, fermo restando il diritto di quest'ultima di recuperare dal Patrimonio Destinato quanto versato a tale titolo.

Come anticipato, la Scissione ha per oggetto l'assegnazione a favore di Webuild del Patrimonio Scisso, comprendente tutte le attività, passività e rapporti giuridici di Astaldi post-esdebitazione concordataria non ricompresi nel Patrimonio Destinato. All'esito della Scissione, i beni, i diritti e gli obblighi facenti parte del Patrimonio Destinato continueranno a essere di titolarità di Astaldi scissa, impregiudicato il vincolo di destinazione del Patrimonio Destinato nel rispetto del Concordato Astaldi.

Secondo quanto riportato nelle Relazioni, l'operazione sarà neutra per i titolari dei n. 80.738.448 *Warrant* Antidiluitivi e dei n. 74.991.680 *Warrant* Finanziatori non ancora esercitati, emessi da Astaldi nel contesto del Concordato Astaldi, in quanto tali strumenti saranno sostituiti da corrispondenti strumenti emessi da Webuild nel numero che risulterà in funzione del Rapporto di Assegnazione previsto per la Scissione.

In particolare, nel contesto della Scissione, Webuild procederà all'emissione e all'assegnazione di n. 80.738.448 warrant denominati "*Warrant Webuild S.p.A. 2021-2030*", destinati a sostituire i *Warrant* Antidiluitivi da assegnare agli attuali azionisti Webuild proporzionalmente alla quota di capitale detenuta dagli stessi in Webuild; nonché di n. 15.223.311 warrant denominati "*Warrant Webuild S.p.A. 2021-2023*", destinati a sostituire i *Warrant* Finanziatori da assegnare alle Banche Finanziatrici Astaldi proporzionalmente ai *Warrant* Finanziatori posseduti.

Per quanto riguarda Astaldi, gli Amministratori riferiscono che le attività di Astaldi post-scissione saranno limitate al necessario supporto alle attività del Patrimonio Destinato costituito a beneficio dei titolari degli SFP, la cui liquidazione rientra tra gli obblighi assunti con il Concordato Astaldi, mentre gli azionisti Astaldi alla data di efficacia della Scissione riceveranno azioni Webuild di nuova emissione in base al Rapporto di Assegnazione, con conseguente annullamento di tutte le azioni Astaldi e conseguente loro revoca dalla quotazione sull'MTA.

A esito del perfezionamento della Scissione, il capitale di Astaldi sarà interamente posseduto dalla Fondazione, mentre gli SFP rimarranno di titolarità dei medesimi soggetti cui fanno capo anteriormente alla Scissione medesima.

In considerazione del fatto che Webuild possiede il 66,101% del capitale complessivo di Astaldi, gli Amministratori riferiscono che la Scissione costituisce un'operazione con parti correlate ai sensi e per gli effetti del Regolamento adottato con Delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "*Regolamento Consob OPC*"), qualificata come "*operazione di maggiore rilevanza*" ai sensi del citato Regolamento Consob OPC e delle procedure per le operazioni con parti correlate adottate dalle Società. Il Consiglio di Amministrazione di Webuild riferisce che, sebbene la Scissione sia posta in essere da Webuild con una propria società controllata, tenuto conto della rilevanza dell'operazione ha ritenuto sin da principio di non avvalersi dell'esenzione prevista dall'art. 14, comma 2, del Regolamento OPC e dall'art. 11, lett. f), della procedura OPC adottata dalla Società Beneficiaria.

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Webuild (il "*Comitato OPC Webuild*"), che si è avvalso del supporto dell'esperto indipendente Lazard S.r.l. ("*Lazard*"), ha dunque emesso in data 19 marzo 2021, ai sensi dell'art. 8 del Regolamento Consob OPC, il proprio parere obbligatorio vincolante sull'operazione, esprimendo "*il proprio parere favorevole in merito all'operazione di Scissione, evidenziando l'interesse della Società al compimento dell'Operazione, in quanto fondata sulle valide ragioni economiche e strategiche sopra illustrate, nonché in merito alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, incluso il Rapporto di Cambio*".

A sua volta, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Astaldi (il "*Comitato OPC Astaldi*"), che si è avvalso del supporto dell'esperto indipendente Equita SIM S.p.A. ("*Equita*" e, insieme a Lazard, gli "*Esperti Indipendenti OPC*"), ha emesso in data 20 marzo 2021, sempre ai sensi dell'art. 8 del Regolamento Consob OPC, il proprio parere obbligatorio vincolante sull'operazione. In tale documento, il Comitato OPC Astaldi, "*per quanto di propria competenza, sul presupposto che la documentazione relativa all'Operazione che verrà approvata o sottoscritta, a seconda dei casi, non differisca, nella sostanza, da quella esaminata dal Comitato in bozza, esprime all'unanimità il proprio parere favorevole sull'interesse di Astaldi S.p.A. al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni*".

### **3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli azionisti di Webuild e di Astaldi idonee informazioni sul Rapporto di Assegnazione, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle specifiche circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare per tali finalità i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, identificati anche sulla base delle indicazioni dei loro *Advisors*, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Webuild o di Astaldi. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di Webuild e dal Consiglio di Amministrazione di Astaldi, con l'assistenza degli *Advisors* da essi incaricati.

### **4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Webuild e Astaldi i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:

- il Progetto di Scissione con i relativi allegati;
- le Situazioni Patrimoniali delle Società, ai sensi degli artt. 2506-ter e 2501-quater del Codice Civile, riferite alla data del 31 dicembre 2020;
- le situazioni patrimoniali consolidate pre-consuntive 2020 di Webuild e Astaldi;
- le Relazioni degli Amministratori indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie;
- il documento “*Relazione di stima del rapporto di assegnazione nella scissione di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.a.*” datato 14 marzo 2021 e redatto da Partners S.p.A. nella persona del Prof. Angelo Provasoli;
- il documento intitolato “*Documento di supporto al Consiglio di Amministrazione di Astaldi S.p.A. per la determinazione del Rapporto di Assegnazione delle azioni ai fini della Scissione parziale proporzionale di Astaldi S.p.A. in Webuild S.p.A.*” datato 14 marzo 2021 e redatto da EY Advisory S.p.A. (di seguito, i documenti di cui al presente alinea e all'alinea che precede, i “Documenti degli Advisors”);
- il parere emesso, ai sensi dell’art. 8 del Regolamento Consob OPC, dal Comitato OPC Webuild in data 19 marzo 2021, con i relativi allegati;
- la *fairness opinion* emessa da Lazard a supporto del Comitato OPC Webuild in data 19 marzo 2021;
- bozza del documento informativo, ai sensi dell’art. 5 del Regolamento Consob OPC, relativo a operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate concernente la Scissione, che sarà pubblicato da Webuild in data 26 marzo 2021, con i relativi allegati;
- il parere emesso, ai sensi dell’art. 8 del Regolamento Consob OPC, dal Comitato OPC Astaldi in data 20 marzo 2021, con i relativi allegati;
- *fairness opinion* denominata “*Parere di congruità relativamente al Rapporto di Assegnazione determinato nell’ambito dell’operazione di scissione parziale proporzionale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*” emesso da Equita a supporto del Comitato OPC Astaldi in data 19 marzo 2021 (di seguito, la *fairness opinion* di cui al presente alinea e quella di Lazard, le “*Fairness Opinions degli Esperti Indipendenti OPC*”);
- bozza del documento informativo, ai sensi dell’art. 5 del Regolamento Consob OPC, relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate concernente la Scissione che sarà pubblicato da Astaldi in data 26 marzo 2021, con i relativi allegati;
- le bozze dei verbali delle riunioni del 14 marzo 2021 e del 19-20 marzo 2021 del Consiglio di Amministrazione di Webuild e del Consiglio di Amministrazione di Astaldi che hanno determinato il Rapporto di Assegnazione e approvato il Progetto di Scissione e le Relazioni degli Amministratori;
- il bilancio d’esercizio e consolidato al 31 dicembre 2019 di Webuild, sottoposto a revisione legale da parte di KPMG S.p.A. che ha emesso le proprie relazioni in data 10 aprile 2020;
- il bilancio d’esercizio e consolidato al 31 dicembre 2019 di Astaldi, sottoposto a revisione legale da parte di KPMG S.p.A. che ha emesso le proprie relazioni in data 10 luglio 2020;
- la relazione semestrale consolidata di Webuild al 30 giugno 2020, sottoposta a revisione contabile limitata da parte di KPMG S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 31 luglio 2020;

- la relazione semestrale consolidata di Astaldi al 30 giugno 2020, sottoposta a revisione contabile limitata da parte di KPMG S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 12 ottobre 2020;
- Piano Industriale 2021-2023 di Webuild approvato dal Consiglio di Amministrazione di Webuild il 26 novembre 2020 (il “Piano Industriale Webuild”), che include i prospetti di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario, completi di dettagli e di note esplicative, riferiti a ogni anno del periodo di previsione;
- Piano Industriale 2021-2023 di Astaldi approvato dal Consiglio di Amministrazione di Astaldi il 14 marzo 2021 (il “Piano Industriale Astaldi”), che include i prospetti di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario, completi di dettagli e di note esplicative, riferiti a ogni anno del periodo di previsione;
- documentazione di dettaglio circa le proiezioni predisposte dal *management* e l’analisi delle principali assunzioni sottostanti;
- le informazioni circa il numero di azioni di Webuild e Astaldi alla data delle Relazioni degli Amministratori;
- documentazione relativa al Concordato Astaldi;
- gli Statuti vigenti di Webuild e Astaldi;
- lo Statuto di Webuild post Scissione.

Abbiamo altresì acquisito la seguente ulteriore documentazione:

- l’andamento dei prezzi di mercato delle azioni Webuild e Astaldi rilevato in diversi intervalli temporali, nonché altre informazioni in ordine ai suddetti titoli azionari quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- *equity report* degli analisti finanziari relativi a Webuild, Astaldi e società quotate a esse comparabili;
- elementi di mercato, contabili e statistici nonché ogni altra informazione e documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni delle Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori delle Società per la determinazione del Rapporto di Assegnazione.

## **5 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI, CON IL SUPPORTO DEGLI ADVISORS, PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE**

### **5.1 Premessa**

Gli Amministratori di Webuild e Astaldi, con il supporto degli *Advisors*, riferiscono di essere giunti alla determinazione del Rapporto di Assegnazione a seguito di una ponderata valutazione delle società partecipanti alla Scissione, adottando principi e metodi di valutazione utilizzati nella prassi, anche internazionale, per operazioni di analoga tipologia ed entità.

Secondo gli Amministratori, infatti, le valutazioni nell'ambito di operazioni di Scissione devono essere condotte secondo una logica generale di omogeneità e uniformità di approccio valutativo.

In termini tecnici, il principio di omogeneità sopra enunciato si traduce tipicamente:

- (i) nell'adozione di una base informativa omogenea e confrontabile;
- (ii) nella scelta di criteri di valutazione il più possibile uniformi per le diverse società, ove operanti nel medesimo settore;
- (iii) nell'assunzione di scelte applicative di fondo coerenti per le società interessate dalla scissione, pur tenendo conto delle peculiarità che caratterizzano le specifiche realtà.

In sintesi, secondo gli Amministratori, la finalità ultima delle valutazioni in questione non è tanto la stima dei livelli assoluti dei valori dei capitali economici delle imprese interessate alla Scissione, quanto piuttosto l'ottenimento di valori significativamente raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di assegnazione.

Gli Amministratori sottolineano che, in linea con la dottrina aziendale e la più diffusa prassi professionale, la valutazione dei complessi aziendali appartenenti a Webuild e Astaldi è stata condotta in ottica *stand alone*, cioè prescindendo dalla valorizzazione e dall'attribuzione delle potenziali sinergie attese dall'integrazione delle due società. Le sinergie da integrazione che si originano per effetto del contributo congiunto di ciascuna delle imprese coinvolte nell'aggregazione e i relativi benefici sono infatti difficilmente attribuibili all'una o all'altra entità oggetto di unione.

Premesso quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di Webuild ha utilizzato, ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione:

- il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) come metodo principale (cfr. paragrafo 5.2.1);
- il metodo dei multipli di mercato come metodo di controllo (cfr. paragrafo 5.2.2);
- il metodo delle quotazioni di borsa come ulteriore metodo di controllo (cfr. paragrafo 5.2.3).

Più in particolare, il Consiglio di Amministrazione di Astaldi ha utilizzato, ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione:

- il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) come metodo principale (cfr. paragrafo 5.5.1);
- il metodo dei multipli di mercato come metodo di controllo (cfr. paragrafo 5.5.2).

Infine, il Consiglio di Amministrazione di Astaldi riferisce di avere osservato, quale analisi aggiuntiva, le valutazioni espresse dai prezzi di borsa delle Società partecipanti alla Scissione (cfr. paragrafo 5.5.3).

Nei successivi paragrafi da 5.2 a 5.4 verrà riportata la descrizione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Webuild (cfr. paragrafo 5.2), la sintesi dei risultati dagli stessi raggiunti (cfr. paragrafo 5.3) e le difficoltà di valutazione da essi incontrate (cfr. paragrafo 5.4). Successivamente, nei paragrafi da 5.5 a 5.7 verrà riportata la descrizione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Astaldi (cfr. paragrafo 5.5), la sintesi dei risultati dagli stessi raggiunti (cfr. paragrafo 5.6) e le difficoltà di valutazione da essi incontrate (cfr. paragrafo 5.7).

## 5.2 I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Webuild, con il supporto di Partners, e la relativa descrizione dagli stessi effettuata

### 5.2.1 Il metodo Discounted Cash Flow (metodo principale)

Il metodo finanziario *unlevered* (*Unlevered Discounted Cash Flow method* o “DCF”), che stima il valore del capitale economico dell’impresa sulla base dei flussi di cassa attesi generati dall’azienda, è stato assunto dagli Amministratori di Webuild come riferimento valutativo principale, in quanto tale metodo è riconosciuto da dottrina e prassi come altamente significativo ai fini della determinazione del valore del capitale investito di aziende industriali che operano su grandi commesse pluriennali. Tale metodo, infatti, più di ogni altro, consente l’unitario e sistematico apprezzamento delle caratteristiche peculiari delle società oggetto di valutazione (tra cui, in primis, il portafoglio lavori) in ragione della loro attitudine, quali condizioni complementari, a generare nuova ricchezza (in termini di flussi finanziari).

Nel criterio finanziario *unlevered*, il valore di un complesso aziendale è funzione dei flussi di cassa futuri attesi che esso è in grado di generare autonomamente. Il criterio in parola, conseguentemente, stima il valore economico delle società sulla base dell’attualizzazione, a un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, in breve “*wacc*”), dei rispettivi flussi di cassa *unlevered* attesi (*unlevered free cash flow*).

In particolare, in coerenza con la prospettiva valutativa *asset side* del criterio finanziario *unlevered*, la stima del valore economico del capitale proprio (*equity value*) è ottenuta sommando algebricamente al valore del capitale investito netto (*enterprise value* o EV) dell’azienda considerata la sua posizione finanziaria netta (PFN) ed eventuali ulteriori attività e/o passività (es., *equity investments*, patrimonio netto di terzi, TFR etc.).

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

- valore attuale dei flussi di cassa operativi “disponibili” (“CF”), attesi per un periodo limitato di previsione analitica di “n” anni. Tali flussi, quindi, non includono componenti di natura finanziaria (sono cioè flussi *unlevered*);
- valore attuale del *terminal value* (“TV”), ossia del valore assunto dal complesso aziendale al termine dell’orizzonte di previsione analitica. Tale valore è funzione dei flussi che il complesso aziendale è in grado di generare in “perpetuità”, successivamente al termine del periodo di previsione analitica. Il *terminal value* è stimato capitalizzando lungo un orizzonte temporale infinito il flusso di cassa atteso per il periodo successivo all’ultimo di previsione analitica (“CF<sub>n+1</sub>”).

Nel caso di specie, ai fini della determinazione dell’*enterprise value* gli Amministratori di Webuild hanno provveduto ad attualizzare separatamente:

- i flussi finanziari relativi alla operatività ordinaria, non inclusivi (i) per entrambe le Società, degli incassi previsti per i c.d. *claims* e (ii) per la sola Webuild, dei flussi finanziari afferenti ad una specifica commessa di eccezionale entità (progetto ferroviario in Texas, “*Texas HSR*”);
- per entrambe le Società, i flussi finanziari relativi all’incasso dei c.d. *claims*;
- per Webuild, i flussi finanziari derivanti dalla citata commessa Texas HSR;
- per Astaldi, il beneficio fiscale delle fidejussioni *warrant*.

### 5.2.2 Il metodo dei multipli di mercato (metodo di controllo)

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

Nel caso di specie, la metodologia in esame è stata applicata dagli Amministratori di Webuild secondo le seguenti fasi:

- individuazione di un campione di società quotate comparabili;
- calcolo dei rapporti (multipli) tra valori impliciti (*enterprise value* o *equity value*) nelle capitalizzazioni di Borsa e le grandezze reddituali e/o patrimoniali ritenute significative;
- applicazione dei multipli del campione alle corrispondenti grandezze (nel caso di specie, fatturato ed EBIT) dell'entità da valutare.

Nel caso di specie, i multipli adottati dagli Amministratori di Webuild sono i seguenti:

- *EV/Sales* regredito con l'*EBIT margin*;
- *EV/EBIT*.

### 5.2.3 Il metodo delle quotazioni di borsa (metodo di controllo)

Il criterio delle quotazioni di Borsa stima il valore delle società sulla base dei valori per azione di ciascuna direttamente osservati sul mercato finanziario, con riguardo a diversi intervalli temporali. Secondo gli Amministratori di Webuild, la stima del rapporto di assegnazione basato su tale metodo ha anzitutto comportato la necessità di eseguire analisi volte a misurare la significatività delle stesse per entrambe le Società. Condizione necessaria per l'utilizzo del criterio delle quotazioni di Borsa è infatti che i prezzi presi a riferimento si siano formati in un mercato sufficientemente efficiente e non siano condizionati da dinamiche o eventi straordinari.

Al fine di analizzare la significatività dei prezzi di Borsa, gli Amministratori di Webuild hanno esaminato l'andamento delle quotazioni delle Società negli ultimi 12 mesi. Tale esame ha evidenziato la scarsa significatività dei prezzi di Borsa di Astaldi nel periodo antecedente la data di esecuzione degli aumenti di capitale in esecuzione del Concordato Astaldi (6 novembre 2020) in ragione, principalmente, della ridotta liquidità e dell'elevata volatilità del titolo. Alla luce di tali evidenze, gli Amministratori di Webuild hanno ritenuto opportuno limitare l'analisi del rapporto di assegnazione implicito nei prezzi di Borsa di Webuild e Astaldi al periodo successivo all'esecuzione dell'Aumento Webuild.

Peraltro, nel caso di specie, la significatività dei rapporti di assegnazione impliciti nei prezzi di Borsa, anche quale metodo di controllo, è stata ritenuta limitata dagli Amministratori di Webuild per le seguenti ragioni: (i) l'elevata volatilità dei prezzi di Borsa di entrambe le Società nell'orizzonte temporale considerato; (ii) l'asimmetria informativa del mercato con riguardo alla situazione patrimoniale di Astaldi post esdebitazione e Aumento Webuild; (iii) la diffusione di rumors, nell'ambito di recenti *broker reports*, sull'operazione e sul possibile rapporto di assegnazione, circostanza che potrebbe aver favorito comportamenti speculativi da parte degli operatori sul mercato; (iv) l'ampiezza ridotta dell'orizzonte temporale considerato (circa 4 mesi).

In termini applicativi, gli Amministratori di Webuild hanno ritenuto di fare riferimento a medie di prezzo semplici e ponderate per i volumi scambiati, considerati al 4 marzo 2021 e in diversi intervalli temporali (1, 2, 3 mesi e a partire dal 6 novembre 2020).

**5.3 Sintesi dei risultati derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi adottati dagli Amministratori di Webuild**

Sono riportati qui di seguito gli intervalli teorici del rapporto di assegnazione ai quali gli Amministratori di Webuild sono pervenuti applicando i metodi di valutazione descritti ai paragrafi che precedono:

Metodologie di valutazione	Intervallo Rapporto di Assegnazione (azioni Webuild per 1.000 azioni Astaldi)	
	Minimo	Massimo
Metodo DCF (principale)	172	223
Metodo dei multipli di mercato (controllo)	184	247
Metodo delle quotazioni di borsa (controllo)	237	276

**5.4 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Webuild**

Il Consiglio di Amministrazione di Webuild evidenzia che le valutazioni alle quali è pervenuto per la determinazione del Rapporto di Assegnazione devono essere considerate alla luce di taluni limiti e criticità, tipiche in questo ambito di analisi, nonché delle peculiarità specifiche di Webuild e Astaldi. In particolare:

- le valutazioni condotte sono basate sulle proiezioni economico-finanziarie elaborate da Webuild e Astaldi. Tali proiezioni sono per natura caratterizzate da elementi di aleatorietà e incertezza;
- l'utilizzo di dati (quali i coefficienti beta e i multipli di Borsa) tratti da osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di valutazione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale;
- per sua natura, l'analisi valutativa non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule, ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività;
- il criterio delle quotazioni dirette di Borsa, pur facendo riferimento a indicatori (i.e. le quotazioni di Borsa) verificabili e oggettivi, si caratterizza per talune limitazioni connesse sia alla sottostante assunzione che le quotazioni espresse dal mercato con riguardo ai titoli delle due Società siano analogamente affidabili, sia alla presenza di aree di ineliminabile discrezionalità in sede di scelte applicative;

Gli Amministratori di Webuild segnalano inoltre le seguenti difficoltà valutative riscontrate nel caso di specie:

- con riferimento alle commesse ad oggi esistenti e contrattualizzate (c.d. "*backlog*"), i piani ipotizzano flussi (di ricavi e di costi) e consistenze (attività e di passività) coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti. Non è possibile escludere tuttavia che eventi futuri possano modificare anche significativamente i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse;
- una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano (2021-2023) è associata a commesse di cui è presunta l'acquisizione (c.d. "*new order intake*"). Tenuto conto della natura del *business* delle costruzioni infrastrutturali, le nuove acquisizioni rappresentano un rilevante elemento di aleatorietà;
- i *business* di Webuild e Astaldi si sviluppano in prospettiva internazionale e sono quindi esposti a rischi geopolitici significativi e a rischi connessi alle variazioni dei tassi di cambio valutari. In sede di applicazione del criterio finanziario *unlevered* si è apprezzato nelle stime del tasso di attualizzazione il maggior rischio Paese riferito a tali contesti;

- le stime di Webuild presentano elementi di complessità per quanto attiene alla suddivisione del valore complessivo della società tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio. In particolare, premesso che tale suddivisione è stata svolta, secondo prassi, sulla base del calcolo delle “azioni ordinarie equivalenti”, le complessità sono legate alla scelta del periodo temporale di calcolo dei rapporti tra i prezzi di mercato delle azioni di risparmio e ordinarie;
- con riguardo a Webuild, il piano prevede l'avvio dei flussi operativi nel 2023 della commessa Texas HSR. Alla data della presente relazione le attività finalizzate al compiuto perfezionamento contrattuale della commessa sono in fase avanzata di realizzazione ma non sono ancora concluse. Pertanto, l'area gestionale in questione rappresenta un ulteriore elemento di aleatorietà nel quadro delle stime del rapporto di assegnazione.

### 5.5 *I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Astaldi, con il supporto di EY Advisory, e la relativa descrizione dagli stessi effettuata*

#### 5.5.1 *Applicazione del metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa o Discounted Cash Flow (DCF) (metodo principale)*

Gli Amministratori di Astaldi riferiscono che, con il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* da loro prescelto con valenza principale, il valore di una società a una certa data, ovvero la data di riferimento della valutazione, posta nel contesto specifico al 31 dicembre 2020, viene determinato sulla base della seguente formula:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n F_{(t)}(1 + wacc)^{-t} + F_{(tv)}(1 + wacc)^{-n} \right] + SA - L$$

dove:

- W* valore della società oggetto di valutazione;  
*F<sub>(t)</sub>* flussi finanziari *unlevered* per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;  
*F<sub>(tv)</sub>* valore residuo dell'attività operativa del complesso aziendale al termine del periodo di proiezione esplicita;  
*wacc* costo medio ponderato del capitale investito;  
*SA* valore dei c.d. *surplus assets* alla data di riferimento;  
*L* posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Nel metodo DCF, i flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale finanziario, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società. Tale tasso è denominato *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1 - t)$$

dove:

- w<sub>e</sub>* peso attribuito al costo del capitale proprio;  
*w<sub>d</sub>* peso attribuito al costo del capitale di terzi;  
*k<sub>e</sub>* costo del capitale proprio;  
*k<sub>d</sub>* costo del capitale di terzi;  
*t* aliquota fiscale.

Il costo del capitale proprio  $k_e$  è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata. Nella valutazione in oggetto, in conformità con le indicazioni fornite dalla dottrina e dalla prassi professionale, la stima del costo del capitale proprio  $k_e$  è stata effettuata sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che trova espressione nella seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta \cdot (E(r_m) - r_f) + \alpha$$

dove:

$r_f$  tasso di rendimento di attività prive di rischio (*risk-free rate*);  
 $\beta$  Beta, espressione del rischio sistematico del capitale proprio;  
 $E(r_m)$  tasso di ritorno atteso del mercato borsistico nel suo complesso;  
 $E(r_m) - r_f$  premio per il rischio di mercato (*market risk premium*);  
 $\alpha$  premio per il rischio specifico.

Il *beta* del capitale proprio (*equity beta* o *levered beta*) viene determinato sulla base del *beta* delle attività operative (*asset beta* o *unlevered beta*) delle società comparabili selezionate, tenendo in considerazione la struttura finanziaria obiettivo e l'aliquota fiscale della società. La formula utilizzata è presentata di seguito:

$$\beta_e = \beta_u \cdot [1 + (D/E) \cdot (1 - T)]$$

dove:

$\beta_u$  asset (*unlevered*) beta;  
 $D/E$  Debt / Equity ratio.

Al valore attuale dei flussi di cassa futuri inclusi nel periodo di previsione esplicita viene poi aggiunto un *terminal value* per rappresentare il valore dell'impresa considerata come entità in funzionamento perpetuo. Il *terminal value* è generalmente calcolato tramite la seguente formula:

$$TV_{(n)} = FCF_{(t+1)} / (wacc - g)$$

dove:

$FCF_{(t+1)}$  flusso di cassa normalizzato relativo al primo anno successive al periodo di previsione esplicito;  
 $g$  tasso di crescita dell'attività nel lungo periodo.

### 5.5.2 Il metodo dei multipli di mercato (metodo di controllo)

Gli Amministratori di Astaldi hanno adottato quale metodo di controllo il metodo dei Multipli di Borsa o multipli di mercato, in base al quale il valore di una società è stimato tramite il confronto con società comparabili quotate. Il metodo si basa sul calcolo di moltiplicatori tra valori di mercato e parametri economici e/o patrimoniali rilevanti di ogni società comparabile: il valore si ottiene dunque moltiplicando il multiplo di mercato per il parametro utilizzato nel *ratio*.

Secondo gli Amministratori di Astaldi, lo sviluppo del richiamato criterio richiede di procedere dapprima alla selezione di un *panel* di società quotate comparabili, in *primis* con riferimento al settore, e poi alla selezione dei multipli più significativi, considerando il *market value* (“*equity value*” e/o “*enterprise value*”) e parametri economici e patrimoniali quali fatturato, EBITDA, EBIT, utile (E), *Book Value* (BV), *Cash Flow* (CF).

In sede applicativa, gli Amministratori di Astaldi riferiscono di avere tenuto in considerazione i seguenti elementi:

- coerenza: i multipli devono essere calcolati avendo riguardo alla coerenza e comparabilità tra numeratore e denominatore;
- orizzonte temporale: il periodo da prendere a riferimento per il calcolo della grandezza posta al numeratore dovrebbe essere adeguatamente lungo in modo tale da ridurre la volatilità che caratterizza solitamente le analisi di breve termine;
- sintesi: si fa riferimento a scelte nell'applicazione dei moltiplicatori (i.e. adozione di medie o mediane, utilizzo di tecniche regressive).

Nel caso di specie, ai fini della metodologia valutativa in parola, gli Amministratori di Astaldi hanno utilizzato il multiplo EV/EBITDA, emergente dal campione di società comparabili selezionato, in base al seguente approccio:

- capitalizzazione di borsa: sono stati considerati quattro periodi temporali con riferimento alla data del 31 dicembre 2020, rispettivamente: *spot* e tre, sei e dodici mesi antecedenti (dato medio);
- posizione finanziaria netta: è stato considerato l'ultimo dato disponibile rispetto al 31 dicembre 2020.

In termini di riferimento temporale, gli Amministratori di Astaldi hanno utilizzato i multipli EV/EBITDA *forward* relativi agli anni 2021, 2022 e 2023 e, ai fini della determinazione dell'*equity value* di Astaldi e Webuild, hanno:

- determinato l'*Enterprise Value* mediante l'applicazione del multiplo EV/EBITDA dei *peer* (mediana) ai fondamentali riportati nei piani industriali delle due Società;
- applicato le medesime rettifiche di *bridge-to-equity* definite nella valutazione con il metodo finanziario DCF. Con specifico riferimento a Webuild, precisano che tra le voci di rettifica è anche incluso l'*equity value* pro-quota (*fully diluted*) di Astaldi (Patrimonio Scisso) determinato in questo ambito con lo stesso metodo di valutazione basato sul multiplo EV/EBITDA.

### 5.5.3 Il metodo delle quotazioni di borsa (analisi aggiuntiva)

Gli Amministratori di Astaldi evidenziano di avere svolto un'analisi aggiuntiva osservando le quotazioni di borsa dei titoli Webuild e Astaldi. I prezzi di borsa rappresentano, infatti, un indicatore del rispettivo valore in relazione alle informazioni pubblicamente disponibili, essendo il risultato delle attività di negoziazione effettuate dagli operatori di mercato, che riflettono le loro previsioni e opinioni riguardo *inter alia* alla redditività attesa, ai livelli di rischio e al potenziale di crescita futura della società.

In questo contesto, secondo gli Amministratori di Astaldi i prezzi delle azioni di una società sono generalmente considerati significativi quando:

- il mercato in cui le azioni sono scambiate è efficiente;
- le azioni in esame sono liquide; e
- l'orizzonte temporale selezionato è sufficientemente lungo da neutralizzare eventi di natura eccezionale che possano causare fluttuazioni di breve termine e/o pressioni speculative.

Le due Società oggetto di analisi sono entrambe quotate, tuttavia la definizione del relativo valore sulla base dei rispettivi prezzi di mercato non è stata ritenuta particolarmente significativa dal Consiglio di Amministrazione di Astaldi, alla luce delle seguenti limitazioni che incidono sull'affidabilità dei prezzi di mercato della Società Scissa:

- ridotta liquidità (indicatore *bid-ask spread*);
- limitata copertura del titolo da parte degli analisti di ricerca.

In aggiunta alle suddette limitazioni specifiche che influenzano il prezzo del titolo Astaldi, la Relazione degli Amministratori Astaldi evidenzia che il periodo di osservazione delle quotazioni risulta ridotto in relazione al fatto che la struttura attuale della compagine azionaria di Astaldi si è consolidata solo in tempi recenti (6 novembre 2020).

Nel caso di specie, l'andamento storico dei prezzi delle azioni ordinarie di Astaldi e Webuild è stato analizzato per un periodo di circa quattro mesi, dal 6 novembre 2020 al 4 marzo 2021. Il periodo di osservazione delle quotazioni risulta ridotto in relazione al fatto che solo a partire dal 6 novembre 2020 si è consolidata la nuova compagine azionaria di Astaldi con l'ingresso di Webuild.

Il rapporto di assegnazione implicito nei prezzi di borsa delle azioni ordinarie di Astaldi e Webuild è stato analizzato dagli Amministratori di Astaldi su periodi differenti, prendendo in considerazione le medie ponderate dei prezzi di borsa nella configurazione di "prezzo di chiusura", ovvero il prezzo al quale vengono conclusi i contratti in asta di chiusura.

#### **5.6 Sintesi dei risultati derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi adottati dagli Amministratori di Astaldi**

Sono riportati qui di seguito gli intervalli teorici del rapporto di assegnazione ai quali gli Amministratori di Astaldi sono pervenuti applicando i metodi di valutazione e l'analisi aggiuntiva descritti ai paragrafi che precedono:

Metodologia di Valutazione	Rapporto di Assegnazione (azioni Webuild per 1.000 azioni Astaldi)	
	Minimo	Massimo
Metodo DCF (principale)	184	231
Metodo dei multipli di mercato (controllo)	201	238
Metodo dei prezzi di Borsa (analisi aggiuntiva)	233	279

#### **5.7 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Astaldi**

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

## 6 DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE

Sulla base delle metodologie valutative sopra descritte, rispettivamente in data 19 e 20 marzo 2021, il Consiglio di Amministrazione di Webuild e il Consiglio di Amministrazione di Astaldi, considerando i *range* di rapporti di assegnazione sopra individuati, dopo aver esaminato e fatto proprie le valutazioni dei rispettivi *Advisors* e preso atto dei motivati pareri favorevoli del Comitato OPC Webuild e del Comitato OPC Astaldi, a loro volta supportati dalle *Fairness Opinion* degli Esperti Indipendenti OPC, hanno approvato il seguente Rapporto di Assegnazione tra le azioni Webuild e le azioni Astaldi:

### **n. 203 nuove azioni Webuild ogni 1.000 azioni Astaldi possedute da azionisti Astaldi diversi da Webuild**

Non sono previsti conguagli in denaro.

## 7 LAVORO SVOLTO

Nell'ambito dell'esecuzione dell'incarico conferitoci, abbiamo svolto le procedure richieste per la corretta esecuzione dell'incarico secondo la prassi consolidata, e in particolare abbiamo:

- analizzato il Progetto di Scissione e i relativi allegati;
- effettuato una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori, nonché dei Documenti degli *Advisors* e delle *Fairness Opinions* degli Esperti Indipendenti OPC, per verificare i procedimenti seguiti dagli Amministratori delle Società nella determinazione del Rapporto di Assegnazione e le modalità di applicazione dei metodi di valutazione prescelti;
- analizzato, sulla base di discussioni con le Direzioni delle Società e degli *Advisors*, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Assegnazione, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato, con gli esiti indicati nella presente relazione, la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Assegnazione;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati con fonti alternative;
- in relazione alle Situazioni Patrimoniali, effettuate talune analisi, anche tramite incontri e discussioni con le Direzioni delle Società, nonché con le società di revisione KPMG S.p.A. e PricewaterhouseCoopers S.p.A., revisori legali di Webuild e di Astaldi, volte a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché una discussione critica degli ammontari in esse esposti;
- in relazione al Piano Industriale Webuild e al Piano Industriale Astaldi utilizzati per l'applicazione del metodo DCF, discusso con le Direzioni delle Società e con gli *Advisors* i criteri utilizzati per lo sviluppo delle proiezioni sottostanti e i loro razionali, fermo restando le incertezze e i limiti connessi a ogni dato di natura previsionale e, infine, esaminato la correttezza matematica dei calcoli alla base dei procedimenti di attualizzazione applicati per finalità valutative;

- analizzato elementi informativi relativi al *panel* dei *comparables* individuati dagli *Advisors* ai fini della valutazione con il metodo di controllo dei multipli di mercato e discusso con i medesimi *Advisors* il razionale della scelta dei multipli e le relative modalità di applicazione;
- esaminato le informazioni rilevanti relative alle azioni Webuild e Astaldi quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante e volumi medi giornalieri e discusso con gli *Advisors* le motivazioni che li hanno portati a ritenere non significative, nelle specifiche circostanze, le valutazioni rivenienti dai prezzi di borsa;
- verificata la correttezza matematica del calcolo dei *range* di rapporti di assegnazione teorici individuati dagli Amministratori delle Società mediante l'applicazione dei metodi di valutazione dagli stessi prescelti;
- ripercorso e verificato le analisi svolte dagli *Advisors*, nonché svolto autonome analisi di sensitività, nell'ambito dei metodi adottati dai Consigli di Amministrazione per la valutazione di Webuild e di Astaldi, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società e gli *Advisors*, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione delle Situazioni Patrimoniali, e ottenuto specifiche ed espresse attestazioni che, per quanto a conoscenza degli organi amministrativi, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Assegnazione.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per le finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 3.

## **8 COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI**

### **8.1. Considerazioni preliminari**

- Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi a Webuild e Astaldi, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di scissione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di assegnazione. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di scissione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.
- Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Assegnazione da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee degli Azionisti, individuandolo all'interno di intervalli di valori determinati con l'ausilio dei rispettivi *Advisors*. La determinazione finale del Rapporti di Assegnazione effettuata dagli Amministratori, anche tenuto conto delle dinamiche negoziali intervenute tra le parti, si è posizionata al livello di n. 203 azioni Webuild per n. 1.000 azioni Astaldi possedute dagli azionisti Astaldi diversi da Webuild.

- Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Webuild e di Astaldi illustrano l'operazione di Scissione e indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dei rispettivi *Advisors* le cui analisi e conclusioni sono state fatte proprie dagli stessi Amministratori, le metodologie dagli stessi adottate ai fini dell'individuazione dei *range* teorici del possibile rapporto di assegnazione. Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Webuild e Astaldi per la determinazione del Rapporto di Assegnazione, nonché sulla loro corretta applicazione.

## 8.2. **Considerazioni sull'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori**

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Webuild e di Astaldi è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative da loro prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base delle tecniche valutative professionali, nazionali e internazionali, normalmente seguite.
- Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni Società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di assegnazione.
- Come anticipato, in considerazione delle caratteristiche specifiche dell'operazione, i Consigli di Amministrazione hanno effettuato valutazioni delle Società con l'ottica di esprimere una stima dei valori delle stesse dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati. I criteri valutativi selezionati dai Consigli di Amministrazione sono dunque improntati a un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di cogliere le caratteristiche specifiche delle singole società coinvolte. In tale contesto, la scelta operata dai Consigli di Amministrazione appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- Le valutazioni di Webuild e Astaldi sono state effettuate dagli Amministratori in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente l'impatto degli eventuali benefici operativi, finanziari o di altra natura attesi per effetto della Scissione. Tali possibili benefici, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione. Tale scelta risulta ragionevole e appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.

- Nel caso di specie, gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare approcci valutativi sostanzialmente allineati, adottando il metodo DCF quale metodologia principale e il metodo dei multipli di mercato quale metodologia di controllo, con approccio che appare ragionevole e riscontrabile nella prassi valutativa. Gli Amministratori hanno inoltre osservato, per ciascuna delle Società oggetto di valutazione, l'andamento delle quotazioni di borsa, ai fini di controllo per l'organo amministrativo di Webuild e quale mera analisi aggiuntiva per quello di Astaldi, riscontrandone tuttavia la limitata significatività nelle specifiche circostanze.

### 8.3 **Commenti in ordine ai metodi prescelti dagli Amministratori e alla loro concreta applicazione**

- La scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici, sia criteri sintetici di mercato, appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria. I metodi di tipo analitico e quelli sintetici di mercato in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo da parte degli Amministratori, per la valutazione di entrambe le Società, della metodologia DCF. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente riconosciuti. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione vengono sinteticamente illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori e dai rispettivi *Advisors*, e risultano, nelle circostanze, adeguate da un punto di vista tecnico e ragionevoli.
- Con riferimento all'attualizzazione dei flussi di Webuild, gli Amministratori di entrambe le Società hanno valorizzato separatamente la commessa relativa allo sviluppo di un progetto ferroviario in Texas ("Texas HSR"), attualizzando i relativi flussi finanziari previsti dallo specifico piano 2023-2028 di detta commessa a un apposito tasso che incorpora un premio specifico per apprezzare l'incertezza connessa, tra l'altro, al compiuto perfezionamento contrattuale della stessa, ad oggi non ancora verificatosi. Analogamente, le previsioni di incasso dei *claims* sia nel periodo esplicito delle previsioni (2021-2023), sia nel periodo successivo sono state anch'esse valorizzate separatamente, sulla base di uno specifico tasso di attualizzazione che incorpora un premio specifico per apprezzare l'incertezza connessa a tali incassi. L'approccio adottato al riguardo dagli Amministratori, con il supporto degli *Advisors*, ciascuno nell'ambito delle proprie scelte applicative, risulta conforme alla prassi valutativa e alla migliore dottrina.
- La metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori di entrambe le Società con finalità di controllo, è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale.

Gli Amministratori di Webuild hanno individuato i multipli *EV/EBIT* e *EV/Sales* regredito sull'*EBIT margin*, mentre gli Amministratori di Astaldi hanno sviluppato il multiplo *EV/EBITDA*: in entrambi i casi, si tratta di multipli usualmente applicati nella migliore prassi valutativa. I Documenti degli *Advisors* evidenziano i *peer group* delle società comparabili ai fini della rilevazione dei multipli, nonché le scelte applicative di dettaglio. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo e nell'applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dai rispettivi *Advisor*, appaiono ragionevoli e in linea con la migliore dottrina.

- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

#### **8.4 Considerazioni in ordine all'osservazione da parte degli Amministratori delle quotazioni di borsa delle Società e alla ritenuta limitata significatività delle stesse.**

- Il Consiglio di Amministrazione di Webuild, con il supporto del proprio *Advisor Partners S.p.A.*, ha sviluppato quale ulteriore metodologia di controllo, oltre al metodo dei multipli di mercato, anche il metodo delle quotazioni di borsa. Il Consiglio di Amministrazione di Astaldi, con il supporto del proprio *Advisor EY Advisory S.p.A.*, ha a sua volta esaminato le quotazioni di borsa dei titoli delle Società quale mera analisi aggiuntiva. Gli Amministratori di entrambe le Società, all'esito di considerazioni il cui *iter* logico è stato illustrato nell'ambito delle rispettive Relazioni, hanno ritenuto che una valutazione basata sull'andamento delle quotazioni di borsa non fosse idonea ai fini della determinazione del possibile rapporto di assegnazione, nella logica di confronto tra valori relativi determinati in maniera omogenea per entrambe le Società oggetto di valutazione, in considerazione delle limitazioni alla significatività delle quotazioni di mercato in particolare del titolo Astaldi.
- Le quotazioni di borsa rappresentano un parametro comunemente utilizzato per la valutazione di società quotate. Infatti, le quotazioni di borsa dovrebbero esprimere, in linea di principio, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, fornire indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Il riferimento ai corsi di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.
- Tuttavia, come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo.
- Gli Amministratori hanno anzitutto ritenuto di analizzare i corsi di borsa delle azioni delle Società successivi alla data del 6 novembre 2020, data di esecuzione dell'Aumento Webuild. L'ampiezza ridotta dell'orizzonte temporale considerato (circa 4 mesi), la elevata volatilità dei prezzi di borsa di entrambe le Società e la ridotta liquidità del titolo Astaldi, che evidenzia disallineamenti significativi rispetto alla media dell'indice FTSE MIB, hanno indotto gli Amministratori, sotto un profilo tecnico, a ritenere non rappresentative, nelle

circostanze, le risultanze dell'osservazione dei prezzi di borsa delle Società ai fini dell'individuazione di un rapporto di assegnazione teorico. Le valutazioni degli Amministratori in ordine alle sopra richiamate caratteristiche del titolo Astaldi nell'arco temporale preso in esame successivo al 6 novembre 2020, considerate nel loro complesso e tenuto conto della oggettiva situazione della Società Scissa, appaiono accettabili e risultano supportate dalle verifiche da noi elaborate in via autonoma.

- Gli Amministratori di Webuild hanno inoltre rilevato (i) l'asimmetria informativa del mercato con riguardo alla situazione patrimoniale di Astaldi *post* esdebitazione e Aumento Webuild; nonché (ii) la diffusione di *rumors*, nell'ambito di recenti *broker reports*, sull'operazione e sul possibile rapporto di assegnazione, circostanza che potrebbe aver favorito comportamenti speculativi da parte degli operatori sul mercato. In effetti, il disallineamento tra il valore intrinseco di una società in fase di *turnaround* (qual è allo stato Astaldi), da un lato, e il valore espresso dalle quotazioni medie di borsa del titolo, dall'altro, può trovare giustificazione nel fatto che il prezzo di borsa incorpora, in linea di principio, anche aspettative degli investitori in ordine a una data società, non necessariamente razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato con riguardo alla procedura concordataria. Alla luce di quanto sopra, ferme restando le difficoltà intrinseche in ogni valutazione circa la significatività dei corsi di borsa, emerge che, tenuto conto delle specifiche circostanze di Astaldi, la decisione degli Amministratori di escludere il riferimento ai corsi di borsa appare adeguatamente motivata e comunque accettabile.

#### **8.5 Commenti in ordine alle scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori per la determinazione del numero di azioni Webuild e Astaldi da considerare ai fini valutativi**

- Dalle analisi svolte sulla base delle informazioni e dei dati contenuti nei Documenti degli *Advisors* è emerso che, ai fini delle proprie valutazioni per la determinazione del numero delle azioni di Webuild e di Astaldi ai fini del calcolo del Rapporto di Assegnazione, gli Amministratori hanno considerato l'effetto delle azioni di compendio al servizio dei *Warrant* Finanziatori emessi da Astaldi, in quanto l'esercizio dei diritti connessi a detti *warrant* risulta, allo stato, economicamente prevedibile (situazione che nella prassi valutativa viene definita "*in the money*"). L'approccio adottato dagli Amministratori, cd. *fully diluted*, esplicitato nell'ambito dei Documenti degli *Advisor*, risulta, nelle circostanze, appropriato sotto un profilo tecnico e in linea con la migliore prassi valutativa.
- Sempre nell'ambito dei Documenti degli *Advisor*, emerge che i valori economici delle due Società sono stati individuati al netto delle azioni proprie (o di azioni considerate, a meri fini valutativi, come tali). Con riguardo ad Astaldi, gli *Advisors* evidenziano che n. 20.444.317 azioni sono detenute da società partecipate e, a fini valutativi, sono state trattate alla stregua di azioni proprie le azioni Astaldi detenute da società controllate e *joint operations*, queste ultime per la rispettiva quota di interessenza. Anche sotto tale profilo, le scelte effettuate dagli *Advisors* risultano ragionevoli e non arbitrarie.
- Gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione, hanno inoltre tenuto in considerazione il fatto che il capitale sociale di Webuild è costituito, oltre che da azioni ordinarie, anche da azioni di risparmio anch'esse quotate. Al riguardo, per il calcolo del valore economico unitario delle azioni ordinarie di Webuild gli *Advisors* hanno individuato il numero delle c.d. azioni ordinarie equivalenti come pari alla somma (i) del numero delle azioni ordinarie della Società Beneficiaria e (ii) di quello delle azioni di

risparmio opportunamente riespresso in funzione del rapporto fra i prezzi medi di Borsa delle due tipologie di azioni. Il valore economico complessivo del capitale delle Società (*equity value*) è stato quindi diviso per il numero delle azioni ordinarie equivalenti. Il procedimento con cui gli *Advisors* hanno proceduto all'individuazione delle azioni ordinarie equivalenti è stato da noi verificato e risulta conforme alla prassi consolidata e alla migliore dottrina.

#### **8.6 Determinazione da parte degli Amministratori del Rapporto di Assegnazione tenuto conto dei range teorici dagli stessi individuati**

- In linea con la prassi per tale tipologia di operazioni, sulla base dei *range* risultanti delle diverse metodologie rispettivamente sviluppate, il Rapporto di Assegnazione che sarà proposto alle rispettive Assemblee (pari a n. 203 nuove azioni Webuild ogni n. 1.000 azioni Astaldi possedute dagli azionisti Astaldi diversi da Webuild) è stato definito dagli Amministratori delle Società anche tenendo conto della fase negoziale intervenuta tra le parti. In considerazione della partecipazione di controllo detenuta da Webuild in Astaldi, le Società hanno adottato i presidi previsti dalla disciplina del Regolamento Consob OPC. Il Comitato OPC Webuild e il Comitato OPC Astaldi hanno espresso, con il supporto delle *Fairness Opinions* degli Esperti Indipendenti OPC, il proprio parere favorevole sull'interesse rispettivamente di Webuild e di Astaldi al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Il Rapporto di Assegnazione, oggetto del presente parere, si posiziona nella fascia centrale dei range individuati dai Consigli di Amministrazione di Webuild (172x – 223x, con valore centrale 197,5) e di Astaldi (184x – 231x, con valore centrale 207,5) attraverso l'applicazione della metodologia principale DCF. Il Rapporto di Assegnazione si colloca inoltre nella fascia bassa dei *range* individuati dai Consigli di Amministrazione di Webuild (184x – 247x, con valore centrale 215,5) e di Astaldi (201x – 238x, con valore centrale 219,5) attraverso l'applicazione della metodologia di controllo dei multipli di mercato. Il Rapporto di Assegnazione non rientra viceversa nel *range* emergente dall'analisi delle quotazioni di Borsa condotta con finalità di controllo dai Consigli di Amministrazione di Webuild e di Astaldi, metodologia peraltro ritenuta da entrambi gli organi di gestione non significativa, nelle specifiche circostanze, per le ragioni sopra commentate al paragrafo 8.4.

### **9 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

#### **9.1 Difficoltà e limiti incontrati nello svolgimento dell'incarico**

- Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani industriali delle Società. Occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che non necessariamente si verificheranno: i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, tanto più accentuati nelle circostanze dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

- Le intrinseche limitazioni connesse alle valutazioni basate sui dati previsionali risultano a maggior ragione presenti nel caso di società che operano principalmente sulla base di commesse pluriennali, come Webuild e Astaldi. Con riferimento al cd. *backlog*, vale a dire le commesse a oggi esistenti e contrattualizzate, le previsioni dei piani ipotizzano sia flussi di ricavi e di costi, sia attività e passività coerenti con quanto stabilito negli accordi con i committenti: non si può tuttavia escludere che eventi futuri possano modificare, anche in maniera non trascurabile, i profili quantitativi e/o temporali dei flussi e delle consistenze rivenienti da tali commesse.
- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani sia internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale e al diffondersi su scala planetaria della pandemia legata al Covid-19. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate.
- Nella determinazione del Rapporto di Assegnazione, oggetto del presente parere, gli Amministratori (quelli di Webuild ai fini di controllo, quelli di Astaldi come mera analisi ulteriore) hanno sviluppato anche osservazioni sulle quotazioni di borsa dei titoli Webuild e Astaldi, che non sono state tuttavia ritenute significative nel caso di specie. Nelle Relazioni degli Amministratori sono illustrate le ragioni alla base di dette scelte metodologiche, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 8.4.

## 9.2 **Altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento dell'incarico**

- Le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi, che trovano comunque più diffusa illustrazione nell'ambito dei Documenti degli *Advisors*, oggetto di pubblicazione nell'ambito dei documenti informativi relativi a operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate pubblicati dalle Società. Ulteriori elementi e dettagli sono stati messi a nostra disposizione, com'è prassi, dagli Amministratori e dagli *Advisors* nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro.
- Gli Amministratori riferiscono che la finalizzazione della Scissione è condizionata a una serie di condizioni sospensive indicate al paragrafo F del Progetto di Scissione, in particolare concernenti (i) l'emissione, da parte del Tribunale di Roma, del provvedimento attestante l'avvenuta esecuzione del Concordato Astaldi, conformemente a quanto previsto dal decreto di omologazione della proposta concordataria del 17 luglio 2020, (ii) il rilascio dei necessari consensi da parte degli istituti finanziatori di Webuild e Astaldi ai sensi dei rispettivi contratti di finanziamento, nonché (iii) la sottoscrizione da parte della Fondazione dell'aumento di capitale di Astaldi a essa riservato.

- Come anticipato al precedente paragrafo 2, nell’ambito del Concordato Astaldi sono stati tra l’altro emessi i *Warrant* Antidiluitivi a favore di Webuild e i *Warrant* Finanziatori a favore delle Banche Finanziatrici Astaldi. Secondo quanto riportato nelle Relazioni, l’operazione sarà neutra per i titolari dei sopra richiamati *Warrant* Antidiluitivi e *Warrant* Finanziatori, in quanto tali strumenti saranno sostituiti da corrispondenti strumenti emessi da Webuild nel numero che risulterà in funzione del Rapporto di Assegnazione previsto per la Scissione.
- Come già segnalato, gli Amministratori riferiscono che la Scissione costituisce per le Società un’operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e delle procedure in materia di operazioni con parti correlate adottate dalle Società. Pertanto i Consigli di Amministrazione di Webuild e Astaldi hanno approvato il Progetto di Scissione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC Webuild e del Comitato OPC Astaldi sull’interesse delle Società al compimento dell’operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni, come previsto dall’art. 8 del Regolamento Consob OPC. Esula ovviamente dall’oggetto della nostra attività e dal nostro parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riferimento all’interesse delle Società all’effettuazione dell’operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni.
- Esula inoltre dall’oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell’operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l’avvio e l’esecuzione dell’operazione stessa.
- Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni Webuild di nuova emissione, con conseguente piena facoltà per ciascuno degli azionisti di Astaldi diversi da Webuild, a seguito della consegna delle nuove azioni Webuild all’atto del perfezionamento dell’operazione di Scissione, di negoziare le suddette azioni sul mercato ai corsi di borsa in essere al momento della relativa negoziazione.

### **9.3 Commessa TEXAS HSR**

- Si richiama l’attenzione dei destinatari del presente parere sul fatto che una parte significativa dei ricavi e dei margini operativi attesi nel periodo di piano di entrambe le Società (2021-2023) è associata a commesse di cui, allo stato, l’acquisizione è presunta. In particolare, con riguardo a Webuild, il Piano Industriale Webuild prevede nel 2023 l’avvio dei flussi operativi della commessa “*Texas HSR*”, di entità non ordinaria, il cui perfezionamento contrattuale non risulta essere ancora concluso alla data delle Relazioni. Le modalità con cui, sotto il profilo valutativo, gli Amministratori e gli *Advisors* hanno gestito le peculiarità della commessa in questione sono state oggetto di nostre considerazioni al precedente paragrafo 8.3.

**10 CONCLUSIONI**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 9, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dei rispettivi *Advisors*, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Assegnazione **pari a n. 203 nuove azioni di Webuild S.p.A. ogni n. 1.000 azioni di Astaldi S.p.A. possedute dagli azionisti Astaldi diversi da Webuild.**

Milano, 26 marzo 2021

PKF Italia S.p.A.



Michele Riva  
(Socio)